

**ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI
LEVERAGE PADA PERUSAHAAN-PERUSAHAAN
MANUFAKTUR YANG TERDAFTAR DI BEJ**

TESIS

**Diajukan sebagai salah satu syarat
memperoleh derajat S-2 Magister Akuntansi**



Diajukan oleh :

**Nama : Florentina Heryanto
NIM : C4C001279**

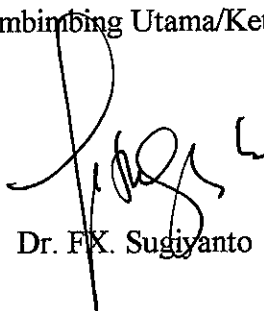
**Kepada
PROGRAM STUDI MAGISTER AKUNTANSI
PROGRAM PASCASARJANA
UNIVERSITAS DIPONEGORO
TAHUN 2004**

Tesis berjudul

**ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI
LEVERAGE PADA PERUSAHAAN-PERUSAHAAN
MANUFAKTUR YANG TERDAFTAR DI BEJ**


yang dipersiapkan dan disusun oleh
Florentina Heryanto
telah dipertahankan didepan Dewan Penguji pada tanggal 16 Juli 2004
dan dinyatakan telah memenuhi syarat untuk diterima

Pembimbing Utama/Ketua



Dr. FX. Sugiyanto

Pembimbing/Anggota



Drs. Basuki HP, MBA, M. Acc, Akt

Semarang, 16 Juli 2004
Universitas Diponegoro
Program Pascasarjana
Program Studi Magister Akuntansi
Ketua Program



Dr. Mohamad Nasir, Msi, Akt

UPT-PUSTAK-UNDIP	
No. Daft:	3160 /T/ MAK/cf.
Tgl.	28/12/04

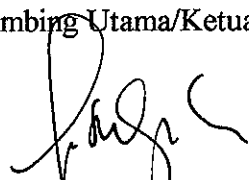
Tesis berjudul

**ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI
LEVERAGE PADA PERUSAHAAN-PERUSAHAAN
MANUFAKTUR YANG TERDAFTAR DI BEJ**

yang dipersiapkan dan disusun oleh
Florentina Heryanto / NIM. C4C001279
telah dipertahankan didepan Dewan Penguji pada tanggal 16 Juli 2004
dan dinyatakan telah memenuhi syarat untuk diterima

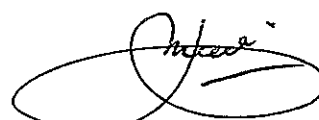
Susunan Dewan Penguji

Pembimbing Utama/Ketua



Dr. FXI Sugiyanto

Pembimbing/Anggota



Drs. Basuki HP, MBA, M. Acc, Akt

Anggota Tim Penguji



Drs. L. Suryanto, MM



Drs. Darsono, MBA, Akt



Drs. Sugeng Pamudji, Msi, Akt

Semarang, 16 Juli 2004
Universitas Diponegoro
Program Pascasarjana
Program Studi Magister Akuntansi
Ketua Program

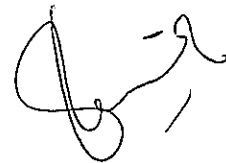


Dr. Mohammad Nasir, Msi, Akt

PERNYATAAN

Yang bertanda tangan di bawah ini nama FLORENTINA HERYANTO nomor mahasiswa C4C001279 menyatakan dengan sesungguhnya bahwa tesis dengan judul Analisis Faktor-faktor Yang Mempengaruhi Leverage Pada Perusahaan-perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di BEJ, benar-benar karya ilmiah yang disusun sendiri oleh penanda tangan dan bukan plagiat atas pemulisan dan penelitian lain.

Semarang, 24 Juni 2004



Florentina Heryanto

C4C001279

ABSTRAKSI

Semasa krisis keuangan tahun 1997, perekonomian Indonesia dapat dikatakan mengalami perubahan yang cukup berarti. Dalam masa itu, banyak perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan bahkan kebangkrutan karena mempunyai komposisi hutang yang besar. Kenyataan ini menunjukkan bahwa kebijakan hutang yang dikenal dengan *leverage* memainkan peran yang cukup penting bagi kelangsungan hidup perusahaan. Selain itu, kondisi pasar modal di Indonesia yang tidak berkembang sebagaimana mestinya menyebabkan hutang menjadi sumber dana yang cukup penting bagi perusahaan.

Berfokus pada perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEJ, penelitian ini menggunakan lima faktor kunci sebagai variabel yang mempengaruhi *leverage*, yaitu aktiva tetap, kesempatan pertumbuhan, ukuran perusahaan, tingkat keuntungan, dan umur perusahaan. Keseluruhan analisis dalam penelitian ini berdasarkan pada teori keagenan.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa aktiva tetap dan ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap *leverage*, kesempatan pertumbuhan dan umur perusahaan berpengaruh positif terhadap *leverage*, sedangkan tingkat keuntungan berpengaruh negatif terhadap *leverage*. Hasil penelitian ini mengindikasikan terjadinya permasalahan keagenan, yaitu *moral hazard* dalam kebijakan hutang pada perusahaan-perusahaan manufaktur di Indonesia, karena hutang tidak didukung oleh jaminan yang memadai dan keuntungan perusahaan.

ABSTRACT

Along financial crisis on 1997, Indonesian economy was changed. During that time, lots of companies have financial distress moreover fall into bankruptcy, because they have high debt. This facts shows that debt policy, which known as leverage has an important role for companies. Besides, condition of capital market in Indonesia which haven't grown well that caused debt being an important financial source.

Focus on manufacture companies that are registered in Jakarta Stock Exchange, this research used five key factors as variables which influence leverage, that are tangibility of fixed assets, growth opportunities, firm's size, profitability, and firm's age. All this analysis based on agency theory.

The result shows tangibility of fixed assets and firm's size do not have relationship to leverage, growth opportunities and firm's age have positive relationship to leverage, however, profitability has a negative relationship to leverage. This result indicate that agency problems, which is moral hazard occur in debt policy on Indonesian manufacture companies, because debt doesn't support by good collateral and profit.

KATA PENGANTAR

Puji dan syukur kepada Tuhan Yang Maha Esa atas berkat rahmat-Nya, sehingga penulisan tesis ini dapat selesai dengan baik. Adapun judul dari tesis ini adalah “Analisis Faktor-faktor Yang Mempengaruhi Leverage Pada Perusahaan-perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di BEJ.”

Maksud dari penulisan tesis ini adalah untuk melengkapi salah satu syarat dalam memperoleh gelar pascasarjana ekonomi jurusan akuntansi di Universitas Diponegoro, Semarang. Penulis menyadari bahwa masih banyak terdapat kekurangan dalam penulisan tesis ini, oleh karena itu penulis sangat berterima kasih apabila pembaca berkenan memberikan kritik dan saran yang membangun untuk menyempurnakan tesis ini.

Pada kesempatan ini, penulis ingin menyampaikan rasa terima kasih yang sebesar-besarnya kepada pihak-pihak yang telah memberikan dukungan, bantuan, dan kerjasama dalam penyusunan tesis ini, terutama kepada:

1. Bapak FX. Sugiyanto, selaku dosen pembimbing I yang telah memberikan waktu untuk membimbing dan mengarahkan penulis dalam penyusunan tesis ini.
2. Bapak Basuki, selaku dosen pembimbing II yang juga telah memberikan waktu untuk membimbing dan mengarahkan penulis dalam penyusunan tesis ini.
3. Seluruh staff dan pengajar di Program Pascasarjana Ekonomi Universitas Diponegoro yang telah memberikan bimbingan dan dukungan selama penulis menempuh studi.

4. Orangtua, saudara, dan semua teman yang telah mendukung dan membantu penulis dalam menyelesaikan tesis ini.

Semarang, 24 Juni 2004

Penulis

DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL.....	i
HALAMAN PENGESAHAN.....	ii
ABSTRAKSI.....	iv
KATA PENGANTAR.....	vi
DAFTAR TABEL.....	xi
DAFTAR GAMBAR.....	xii
DAFTAR LAMPIRAN.....	xiii
BAB I. PENDAHULUAN.....	1
1.1. Latar Belakang Masalah.....	1
1.2. Perumusan Masalah.....	4
1.3. Tujuan Penelitian.....	5
1.4. Manfaat Penelitian.....	5
1.5. Batasan Masalah.....	6
BAB II. TELAAH PUSTAKA DAN HIPOTESIS.....	7
2.1. Telaah Pustaka.....	7
2.1.1. Teori struktur modal.....	8
2.1.1.1. Trade-off theory.....	9
2.1.1.2. Pecking-order theory.....	11
2.1.2. Teori keagenan.....	13
2.1.2.1. Agency cost models.....	14
2.2. Penelitian Terdahulu dan Perumusan Hipotesis.....	20

2.2.1. Hutang.....	21
2.2.2. Aktiva tetap (<i>tangibility of fixed assets</i>).....	21
2.2.3. Kesempatan pertumbuhan (<i>growth opportunities</i>).....	22
2.2.4. Ukuran perusahaan (<i>firm's size</i>).....	23
2.2.5. Tingkat keuntungan (<i>profitability</i>).....	24
2.2.6. Umur perusahaan.....	25
2.3. Kerangka Pemikiran Teoritis.....	26
BAB III. METODE PENELITIAN.....	29
3.1. Jenis dan Sumber Data.....	29
3.2. Populasi dan Teknik Pengambilan Sampel.....	29
3.3. Definisi Operasional Variabel.....	30
3.4. Teknik Analisis.....	34
BAB IV. PEMBAHASAN DAN HASIL PENELITIAN.....	37
4.1. Perusahaan Sampel.....	37
4.2. Statistik Deskriptif.....	37
4.3. Uji Asumsi Klasik.....	39
4.3.1. Uji normalitas.....	39
4.3.2. Uji autokorelasi.....	40
4.3.3. Uji heteroskedastisitas.....	40
4.3.4. Uji multikolinearitas.....	41
4.4. Pengujian Hipotesis.....	42
4.5. Pembahasan.....	43
4.5.1. Aktiva tetap.....	43

4.5.2. Kesempatan pertumbuhan.....	46
4.5.3. Ukuran perusahaan.....	47
4.5.4. Tingkat keuntungan.....	48
4.5.5. Umur perusahaan.....	51
4.6. Analisis Keseluruhan.....	51
BAB V. PENUTUP.....	53
5.1. Kesimpulan.....	53
5.2. Keterbatasan Penelitian.....	54
5.3. Saran.....	55
DAFTAR PUSTAKA.....	56
LAMPIRAN.....	60

DAFTAR TABEL

Tabel 1. Pengukuran Variabel dan Penelitian Terdahulu.....	34
Tabel 2. Statistik Deskriptif.....	38
Tabel 3. Hasil Penelitian.....	42

DAFTAR GAMBAR

Gambar 1. Hubungan antara Aktiva Tetap dengan Leverage.....	15
Gambar 2. Hubungan antara Kesempatan Pertumbuhan dengan Leverage.....	16
Gambar 3. Hubungan antara Ukuran Perusahaan dengan Leverage.....	17
Gambar 4. Hubungan antara Tingkat Keuntungan dengan Leverage.....	18
Gambar 5. Hubungan antara Umur Perusahaan dengan Leverage.....	19
Gambar 6. Pengaruh antara Aktiva Tetap, Kesempatan Pertumbuhan, Ukuran Perusahaan, Tingkat Keuntungan, dan Umur Perusahaan dengan Leverage.....	28
Gambar 7. Kemungkinan Risiko yang Diterima oleh Perusahaan dan Bank atas Pinjaman Dana.....	45
Gambar 8. Tingkat Keuntungan Berpengaruh Negatif terhadap Leverage.....	49

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1. Daftar Perusahaan Sampel.....	60
Lampiran 2. Panel Data.....	63
Lampiran 3. Statistik Deskriptif.....	73
Lampiran 4. Hasil Pengujian Menggunakan Eview 3.1.....	74
Lampiran 5. Uji Normalitas.....	75

BAB I

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang Masalah

Semasa krisis keuangan tahun 1997, perekonomian Indonesia dapat dikatakan mengalami perubahan yang cukup berarti. Beberapa perusahaan yang mempunyai tingkat hutang yang tinggi mengalami kesulitan likuiditas dibandingkan dengan perusahaan yang hanya mempunyai tingkat hutang yang rendah (Kim & Mark, 1999; Setiawan et al., 2002). Dalam masa itu, perusahaan yang mempunyai komposisi hutang yang besar banyak yang mengalami kepailitan. Kenyataan ini menunjukkan bahwa kebijakan hutang memainkan peran yang cukup penting bagi kelangsungan hidup perusahaan.

Mengacu pada teori keagenan, kebijakan hutang yang dikenal dengan *leverage* dapat digunakan untuk melakukan pengawasan terhadap manajemen sekaligus memberikan jalur pengambilan keputusan yang lebih terstruktur melalui *covenant* (Putu Anom & Jogiyanto, 2002). Dalam teori ini dikenal dua macam biaya keagenan, yaitu *agency cost of equity* dan *agency cost of debt* (Jensen & Meckling, 1976). Beban biaya keagenan yang terjadi di sisi pemegang saham disebut *agency cost of equity*, sedangkan biaya keagenan karena perusahaan mempergunakan hutang disebut *agency cost of debt*.

Sehubungan dengan *leverage*, dapat dikatakan bahwa semakin tinggi proporsi *leverage* maka risiko kebangkrutan akan meningkat sehingga *debtholders* memerlukan tambahan *return* untuk menutupi tambahan risiko yang terjadi. Dengan

kata lain, *leverage* digunakan untuk membagi “beban” biaya keagenan dari pemegang saham kepada *debtholders* sehingga *agency cost of equity* turun namun akan terjadi *agency cost of debt*. Jadi pengambilan keputusan *leverage* akan mempengaruhi biaya keagenan yang ditanggung pemegang saham dan *debtholders* sehingga biaya keagenan dikendalikan melalui mekanisme *leverage* (Putu Anom & Jogyanto, 2002).

Ditinjau dari teori struktur modal, fenomena keuangan yang telah diuraikan diatas mencerminkan bahwa kesulitan likuiditas yang diakibatkan oleh keputusan yang salah dalam melakukan *leverage* disebabkan hutang mempunyai beban yang tetap. Walaupun perusahaan mengalami penurunan keuntungan atau bahkan menderita kerugian, perusahaan harus tetap membayar beban bunga dan angsuran pinjaman sesuai dengan perjanjian kredit. Berbeda halnya dengan saham, dividen dibagikan sesuai dengan kondisi prestasi dan keuangan perusahaan (Damodaran, 1997). Jika keuntungan perusahaan meningkat, maka dividen yang dibagikan dapat lebih tinggi, atau sebaliknya dalam keadaan yang memburuk, perusahaan dapat menurunkan atau bahkan tidak membagikan dividen. Bahkan dalam banyak hal perusahaan dapat menahan pembagian dividen untuk menjaga kemampuan likuiditas perusahaan.

Di Indonesia, sektor perbankan memainkan peran yang sangat penting dalam penyediaan dana bagi investasi dan operasional perusahaan. Hal ini sesuai dengan kajian empiris yang dilakukan oleh Glen dan Pinto (1994) yang mengatakan bahwa pendanaan dari luar perusahaan (hutang) merupakan sumber yang cukup penting bagi perusahaan-perusahaan di negara berkembang. Disamping itu kondisi pasar

modal yang tidak berkembang sebagaimana mestinya menyebabkan pilihan sumber dana perusahaan seakan-akan tergantung pada bank (Sartono, 2001). Hal ini juga menyebabkan analisis atas struktur modal di Indonesia menjadi sangat kompleks (Glen & Pinto, 1994; Sartono, 2001).

Struktur modal merupakan perimbangan jumlah hutang jangka pendek yang bersifat permanen, hutang jangka panjang, saham preferen dan saham biasa, sehingga kebijakan struktur modal mempunyai peran yang cukup penting bagi kelangsungan hidup perusahaan dalam jangka panjang. Indonesia sebagai negara yang sedang berkembang menunjukkan fenomena yang cukup menarik, yaitu adanya tingkat hutang yang tinggi pada perusahaan-perusahaan di Indonesia (Husnan, 2001).

Fenomena keuangan, seperti tingginya tingkat hutang pada perusahaan-perusahaan di Indonesia merupakan suatu hal yang cukup menarik untuk dikaji. Disamping itu, kajian untuk negara berkembang masih jarang dilakukan, umumnya penelitian-penelitian terdahulu dilakukan pada negara maju (Pandey, 2002; Setiawan, 2004). Penelitian ini mempunyai tujuan untuk memberikan sumbangan atas kekosongan penelitian (*research gap*) tentang struktur modal di negara berkembang dan secara khusus di Indonesia. Sumbangan tersebut berupa analisis atas faktor-faktor yang mempengaruhi *leverage* pada perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta ditinjau dari teori keagenan.

Teori keagenan mengatakan bahwa ada kepentingan yang berbeda antara agen dan prinsipal yang akan menyebabkan konflik keagenan dan dapat mempengaruhi nilai perusahaan (Jensen & Meckling, 1976). Dalam hal ini bank yang memberikan pinjaman merupakan prinsipal dan perusahaan yang meminjam

dana merupakan agen (Setiawan, 2004). Konflik keagenan ini memungkinkan terjadinya permasalahan keagenan yang disebut *moral hazard*.

Kajian penting tentang struktur modal dilakukan oleh Rajan dan Zingales (1995) pada negara G7. Mereka menggunakan empat faktor kunci yang mempengaruhi *leverage*, yaitu aktiva tetap (*tangibility of fixed assets*), nilai pasar atau kesempatan pertumbuhan (*growth opportunities*), ukuran perusahaan (*firm size*), dan tingkat keuntungan (*profitability*). Keempat faktor kunci tersebut juga digunakan oleh Lee, Lee, dan Lee (1999) dalam meneliti struktur modal di Korea, serta Bevan dan Danbolt (2000) yang meneliti struktur modal di Inggris.

Penelitian ini merupakan pengembangan dari penelitian Rajan dan Zingales (1995), karena selain menggunakan empat faktor kunci yang mempengaruhi *leverage*, yaitu aktiva tetap, kesempatan pertumbuhan, ukuran perusahaan, dan tingkat keuntungan, juga menambah variabel 'umur perusahaan' sebagai faktor yang mempengaruhi *leverage*, karena umur perusahaan berkaitan erat dengan kinerja dan reputasinya di masyarakat maupun di dunia perbankan, sehingga semakin lama perusahaan beroperasi maka dapat diasumsikan perusahaan memiliki akumulasi laba yang besar dan *agency cost of debt*-nya kecil. Keseluruhan analisis dalam penelitian ini berdasarkan pada teori keagenan.

1.2. Perumusan Masalah

Berpijak pada pengalaman empiris di Indonesia yang membuktikan bahwa hutang memainkan peran yang cukup penting bagi kelangsungan hidup perusahaan, fenomena keuangan ini memberikan satu dorongan untuk melakukan penelitian

tentang kebijakan hutang pada perusahaan-perusahaan di Indonesia dilihat dari sudut teori keagenan.

Berfokus pada perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEJ serta teori keagenan, permasalahan dalam penelitian ini dapat dirumuskan sebagai berikut: “Faktor-faktor apakah yang berperan dalam keputusan pemakaian hutang (*leverage*) pada perusahaan-perusahaan manufaktur di Indonesia, serta bagaimana dengan permasalahan keagenan yang mungkin terjadi?”

1.3. Tujuan Penelitian

Penelitian ini mempunyai tujuan untuk mendapatkan bukti empiris tentang faktor-faktor yang berperan dalam keputusan pemakaian hutang (*leverage*), sehingga dapat diketahui pula bagaimana fenomena keuangan yang terjadi di Indonesia seperti masalah keagenan yang timbul dalam keputusan pemakaian hutang tersebut.

1. 4. Manfaat Penelitian

Manfaat dari penelitian ini adalah:

1. Memberikan kontribusi atas kajian teori struktur modal pada negara berkembang.
2. Membantu kita untuk memahami perilaku keuangan (*financial behavior*) perusahaan di Indonesia.
3. Memberikan kontribusi pada pemahaman permasalahan keagenan.
4. Memberikan sumbangan kepada pengetahuan dan praktek perusahaan sehubungan dengan kecenderungan pilihan atas hutang yang umum terjadi di Indonesia.

1.5. Batasan Masalah

Batasan masalah dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Penelitian ini hanya dilakukan pada perusahaan-perusahaan manufaktur yang telah *go-public* dan terdaftar di Bursa Efek Jakarta.
2. Tahun pengamatan dalam penelitian ini adalah tahun 1998 sampai dengan tahun 2001, dengan pertimbangan bahwa tahun-tahun tersebut kondisi perekonomian di Indonesia sudah lebih baik dibandingkan tahun sebelumnya (saat terjadi krisis moneter).
3. Permasalahan keagenan yang diuraikan dalam hasil penelitian ini merupakan hasil interpretasi dari analisis hubungan variabel-variabel yang mempengaruhi *leverage* perusahaan.

BAB II

TELAAH PUSTAKA DAN HIPOTESIS

2.1. Telaah Pustaka

Kewajiban keuangan adalah kemungkinan pengorbanan manfaat ekonomi masa depan yang timbul dari kewajiban keuangan saat ini. Ekuitas pemilik adalah residu sesudah kewajiban dikurangkan dari aktiva. *Leverage* menunjukkan proporsi atas penggunaan hutang untuk membiayai investasinya. Perusahaan yang tidak mempunyai *leverage* berarti 100% menggunakan modal sendiri. Penggunaan hutang itu sendiri bagi perusahaan mengandung tiga dimensi:

- a. pemberi kredit akan menitik-beratkan pada besarnya jaminan atas kredit yang diberikan
- b. dengan menggunakan hutang, maka apabila perusahaan mendapatkan keuntungan yang lebih besar dari beban tetapnya, keuntungan pemilik perusahaan akan meningkat
- c. dengan menggunakan hutang, maka pemilik memperoleh dana dan tidak kehilangan pengendalian perusahaan.

Leverage (tingkat hutang) atau *debt ratio* merupakan perbandingan antara total hutang dengan total aktiva. Dengan demikian, semakin tinggi rasio ini maka semakin besar risiko yang dihadapi, dan investor akan meminta tingkat keuntungan yang semakin tinggi. Seringkali kreditor suatu perusahaan akan berusaha untuk mencegah rasio *leverage* yang tinggi dengan mensyaratkan suatu perjanjian hutang terhadap perusahaan itu, sehingga perusahaan yang terikat dalam perjanjian tersebut

akan menjaga *leveragenya* berada di bawah batas yang telah ditentukan. Selain itu, rasio *leverage* yang tinggi juga menunjukkan proporsi modal sendiri yang rendah untuk membiayai aktiva.

2.1.1. Teori struktur modal

Struktur modal merupakan kombinasi antara hutang dan ekuitas. Salah satu isu paling penting yang dihadapi oleh para manajer keuangan adalah hubungan antara struktur modal dan nilai perusahaan. Pada dasarnya nilai perusahaan ditentukan oleh nilai sekarang arus kas yang dihasilkan dari assets yang dimiliki, walaupun dapat dibedakan arus dana yang berasal dari hutang dan ekuitas perusahaan, dan investor akan melakukan penilaian secara rasional atas arus kas tersebut (Domodaran, 1997).

Saat membuat keputusan keuangan, perusahaan harus menganalisa beberapa faktor untuk dapat menghasilkan suatu target struktur modal, dimana target tersebut akan berubah sepanjang waktu sesuai dengan kondisi. Ada lima faktor utama yang mempengaruhi keputusan struktur modal, yaitu: risiko bisnis, pajak perusahaan, fleksibilitas keuangan perusahaan, sikap manajemen perusahaan, dan kesempatan pertumbuhan.

Beberapa teori struktur modal telah dikembangkan khususnya untuk menganalisa pengaruh penggunaan hutang terhadap nilai perusahaan dan biaya modal. Menurut Modigliani dan Miller (1958), nilai perusahaan tidak tergantung atau tidak dipengaruhi oleh struktur modal. Dalam perkembangannya, Modigliani dan Miller memasukkan pengaruh pajak perusahaan, pajak pendapatan perseorangan, dan *agency cost* atau konflik antar pihak dalam perusahaan. Teori ini berdasarkan pada

beberapa asumsi¹, jika asumsi-asumsi tersebut tidak dipenuhi, maka struktur modal akan mempengaruhi nilai perusahaan (Modigliani & Miller, 1963). Sejalan dengan pemikiran Modigliani dan Miller (1958), ada dua aliran dalam struktur modal, pertama *target leverage ratio* yang didefinisikan sebagai bauran antara tingkat hutang dan ekuitas. Kemudian Myers (1984) menyempurnakan teori ini dan disebut *the pecking order hypothesis*. Aliran kedua ini mengemukakan bahwa pemilihan struktur modal akan mengikuti tingkatan, disebut *the fund cost hierarchy*, dimana tingkatan pertama adalah menggunakan pendanaan dari dalam perusahaan (*retained earnings*), kemudian hutang, dan yang terakhir menerbitkan saham di pasar modal (Shuetrim, Lowe & Morling, 1993; De Jong, 1999).

2.1.1.1. Trade-off theory

Trade-off theory beranggapan bahwa perusahaan mempunyai rasio yang optimal antara hutang dan ekuitas, yang ditentukan oleh manfaat dan biaya hutang (Brigham, 1992; Brigham & Daves, 2002; Megginson, 1997). Biaya dan manfaat yang berhubungan dengan hutang adalah:

1. Pajak (*taxation*). Modigliani dan Miller (1963) berpendapat bahwa perusahaan yang memiliki *leverage* akan memiliki nilai lebih tinggi jika dibandingkan dengan perusahaan tanpa *leverage*, kenaikan nilai perusahaan terjadi karena pembayaran bunga atas hutang merupakan pengurang pajak sehingga laba yang mengalir kepada investor menjadi semakin besar. Miller (1977) mengembangkan pendapat ini bahwa perusahaan dapat memperoleh manfaat dari tingkat hutang yang

¹ Asumsi-asumsi tersebut adalah tidak ada biaya transaksi, investor dan perusahaan memiliki akses yang sama terhadap lembaga keuangan, tidak ada masalah keagenan yang dapat menimbulkan *agency cost* yang besar, tidak mempertimbangkan *financial distress* yang mungkin dihadapi perusahaan.

dilakukan dalam hal pengurangan pajak yang dibayar. Sebagai implikasinya, peningkatan pajak akan meningkatkan penggunaan hutang perusahaan (Shuetrim et al., 1993: 5; Zyblook, 1997: 2).

2. Biaya kebangkrutan dan kesulitan keuangan (*bankruptcy dan financial distress costs*). Dalam realitas, kebangkrutan menyebabkan biaya langsung dan tidak langsung. Biaya langsung meliputi pengeluaran untuk jasa hukum, biaya yang terkait dengan masalah kepercayaan dan pembayaran ke pihak-pihak lain misalnya pemegang saham dan pihak yang memberi pinjaman. Sedangkan biaya kebangkrutan tidak langsung meliputi terputusnya operasional, kehilangan pemasok dan pangsa pasar dan terputusnya hubungan dengan kreditur. Kajian terdahulu mendapatkan bahwa biaya kebangkrutan ini membawa beberapa implikasi dalam melakukan pilihan atas struktur modal:

- a. tingkat hutang yang optimal mungkin berhubungan terbalik – negatif dengan resiko keuangan atau ketidakpastian aliran dana (Bradley, Jarrel & Kim, 1984). Banerjee, Hesmati, dan Wihlborg (1999) mendapatkan hubungan yang negatif antara hutang perusahaan dan resiko usaha. Sebaliknya Chen, Lensink, dan Sterken (1998) mendapatkan hubungan yang positif. Namun Titman dan Wessels (1988), dan Homaifar, Zietz, dan Benkato (1994) berpendapat bahwa tidak ada hubungan yang signifikan diantara bauran tersebut.
- b. tingkat hutang yang optimal mungkin berhubungan positif dengan ukuran perusahaan (Shuetrim et al., 1993). Jika biaya kebangkrutan dikaitkan dengan resiko perusahaan dalam hubungannya dengan ukuran perusahaan, Homaifar

et al. (1994) menemukan hubungan yang positif, tetapi Banerjee et al. (1999) menemukan hubungan yang negatif.

- c. tingkat hutang mungkin berhubungan positif dengan tingkat jaminan yang dapat diberikan oleh perusahaan (Bradley et al., 1984; Titman & Wessels, 1988; Shuetrim et al., 1993; Rajan & Zingales, 1995; Banerjee et al., 1999).
3. Biaya keagenan (*agency costs*). Hal ini merujuk pada struktur kepemilikan dan tingkat hutang, dimana dapat terjadi konflik antara pemegang saham dan pemberi pinjaman, serta antara pemegang saham dan manajer (Jensen & Meckling, 1976; Harris & Raviv, 1991; Megginson, 1997). Titman dan Wessels (1988) mengemukakan bahwa tingkat pertumbuhan perusahaan berhubungan dengan *agency cost of debt*. Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang signifikan diharapkan lebih memilih menggunakan modalnya sendiri daripada hutang sebagai sumber dananya. De Jong (1999), Homaifar et al. (1994), Chen et al. (1998). Wald (1999), Rajan dan Zingales (1995), menemukan hubungan yang negatif antara pertumbuhan perusahaan dengan *leverage*, sedangkan Kester (1986) tidak menemukan hubungan yang signifikan antara pertumbuhan perusahaan dengan *leverage*.

2.1.1.2. *Pecking-order theory*

Dasar dari teori ini adalah informasi asimetri, yang mengindikasikan bahwa manajer mengetahui lebih banyak mengenai kondisi perusahaan, seperti prospek, risiko, dan nilai perusahaan dibandingkan dengan investor. *Pecking-order theory* berasumsi bahwa perusahaan tidak memiliki target atas rasio hutang. Investasi perusahaan mengutamakan penggunaan dana internal yang berupa laba

ditahan/*retained earning*, baru kemudian dana eksternal. Jika perusahaan menggunakan dana eksternal, maka akan memilih menggunakan hutang, surat-surat berharga, dan sebagai usaha terakhir akan menerbitkan saham di pasar modal (Myers & Majluf, 1984; Myers, 1984).

Variasi dari ketidaksempurnaan pasar juga akan menyebabkan perbedaan biaya yang berhubungan dengan berbagai macam dana yang dipergunakan (Shuetrim et al., 1993). Beberapa isu yang terkait adalah (1) biaya yang berkaitan dengan penambahan modal melalui pasar, mungkin perusahaan akan memilih memakai dana internal dahulu dan kemudian dana eksternal; (2) beberapa perusahaan mungkin tetap mempertahankan masalah informasi asimetri karena jika berhutang dari bank, perusahaan tersebut wajib memberikan laporan keuangan kepada pihak bank, dan bagi beberapa perusahaan hal tersebut merupakan rahasia perusahaan sehingga menjadi bahan pertimbangan untuk menambah dana melalui dana eksternal; (3) menambah dana dengan menerbitkan saham di pasar modal mungkin akan mendapatkan kendala dari pemegang saham lainnya.

Implikasi dari *pecking-order theory* adalah adanya hubungan negatif antara arus kas dengan *leverage*, karena pada saat arus kas meningkat perusahaan memilih untuk menggunakan dana internal (Myers & Majluf, 1984). Kesempatan pertumbuhan akan mencerminkan ketersediaan dana internal. Jika perusahaan sukses dan menghasilkan laba, sudah tentu tersedia dana internal untuk investasi. *Pecking-order theory* mengindikasikan adanya hubungan negatif antara kesempatan pertumbuhan dengan *leverage* (Myers & Majluf, 1984).

2.1.2. Teori keagenan

Teori keagenan melibatkan dua atau lebih individu, dimana salah satu pihak (prinsipal) menutup kontak untuk mendelegasikan tugas-tugas dan memberi imbalan kepada pihak lainnya (agen). Prinsipal disebut evaluator informasi, yang diasumsikan bertanggung jawab untuk memilih sistem informasi dan pilihan mereka harus dibuat sedemikian rupa sehingga agen sebagai pengambil keputusan dapat membuat keputusan terbaik berdasarkan informasi yang tersedia. Teori keagenan mencoba menjelaskan bagaimana pihak-pihak yang terlibat (manajer, pemilik perusahaan, dan kreditur) akan berperilaku, karena mereka pada dasarnya mempunyai kepentingan yang berbeda (Husnan, 2001). Perluasan dari teori ini adalah cara kedua pihak berbagi risiko dan informasi. Para ahli ekonomi mangasumsikan bahwa baik prinsipal maupun agen saling menghindari risiko, sehingga menciptakan masalah-masalah keagenan (Hendiksen & Breda, 2000).

Dalam suatu perusahaan, *masalah keagenan* merupakan suatu konflik yang mungkin terjadi antara prinsipal (pemegang saham) dengan agen (manajer); atau antara pemegang saham (*stockholder*) dengan kreditur (*debtholder*). Konflik antara manajer dengan pemegang saham dapat diatasi dengan pengaturan penggunaan hutang, menawarkan manajer untuk membeli saham perusahaan langsung, dan menciptakan perusahaan sendiri (*the company private*). Sedangkan untuk mengatasi konflik antara pemegang saham dengan kreditur, kreditur akan meminjamkan sejumlah dana kepada perusahaan berdasarkan beberapa pertimbangan seperti besarnya asset yang telah dimiliki perusahaan, harapan peningkatan asset di masa mendatang, struktur modal perusahaan yang ditunjukkan dengan jumlah hutang yang

telah digunakan, dan harapan perubahan struktur modal di masa mendatang (Megginson, 1997). Faktor-faktor tersebut mencerminkan risiko dari hutang perusahaan, dan kreditur menetapkan tingkat bunga berdasarkan faktor-faktor tersebut.

Penelitian terakhir dalam teori keagenan memfokuskan pada masalah-masalah yang ditimbulkan oleh informasi yang tidak lengkap, yaitu ketika tidak semua keadaan diketahui oleh kedua belah pihak, dan sebagai akibatnya konsekuensi-konsekuensi tertentu tidak dipertimbangkan oleh pihak-pihak tersebut (informasi asimetri).

2.1.2.1. Agency cost models

Agency costs models (model biaya keagenan) mengandung dua pokok pemikiran. Pertama, penggunaan hutang merupakan suatu mekanisme yang penting untuk mengurangi konflik antara pemegang saham dengan manajer, karena dengan adanya hutang maka akan mengurangi 'kas bebas' yang tersedia bagi manajer, dan hal tersebut menjelaskan mengapa dalam suatu industri dewasa, perusahaan dengan kesempatan pertumbuhan yang kecil dan memiliki arus kas yang melimpah cenderung memiliki *leverage* yang tinggi. Selain itu, penggunaan hutang merupakan suatu mekanisme untuk memaksakan likuidasi jika arus kas perusahaan sangat sedikit; meskipun manajer ingin selalu melanjutkan operasi perusahaan, namun pemegang saham tetap melikuidasi operasinya (Chen et al., 1998).

Pokok pemikiran yang kedua adalah saat hutang masuk sebagai sumber dana atau modal, maka akan terjadi konflik antara pemegang saham dengan kreditur. Dalam perusahaan yang memiliki *leverage* tinggi, tuntutan keuntungan bagi

pemegang saham mendorong manajer untuk melakukan proyek-proyek yang berisiko, sehingga menimbulkan '*asset substitution problem*', karena dengan dana yang terbatas perusahaan akan menderita kemerosotan seminimal mungkin jika proyek gagal, sementara itu perusahaan akan mendapatkan semua keuntungan jika proyeknya berhasil. Di lain pihak, kreditur tidak akan pernah menerima pengembalian lebih dari apa yang tertera dalam surat perjanjian. Pemikiran ini berkaitan dengan umur perusahaan, karena perusahaan yang telah berdiri cukup lama memiliki reputasi yang baik dalam hal pembayaran hutang dengan biaya peminjaman yang relatif rendah, jadi dapat dikatakan perusahaan tersebut lebih memilih proyek yang aman daripada proyek yang berisiko. Sebaliknya perusahaan muda dengan sedikit reputasi mungkin akan memilih proyek yang berisiko (Chen et al., 1998).

Berdasarkan uraian diatas, secara ringkas hubungan antara variabel-variabel yang mempengaruhi *leverage* dalam teori keagenan dapat digambarkan sebagai berikut:

GAMBAR 1

HUBUNGAN ANTARA AKTIVA TETAP DENGAN LEVERAGE

Leverage	Tinggi	B (Masalah Keagenan)	C (?)
	Rendah	A	D
		Rendah	Tinggi
Aktiva Tetap			

Pada titik A, perusahaan mempunyai *leverage* yang rendah dan juga aktiva tetap yang rendah. Pada titik A, dapat dikatakan tidak terjadi permasalahan keagenan. Pada titik B, permasalahan keagenan timbul karena perusahaan mempunyai *leverage* yang tinggi namun hanya mempunyai aktiva tetap yang rendah. Pada titik C, merupakan area tanda tanya, karena perusahaan mempunyai hutang yang tinggi dan aktiva tetap yang besar. Jika kondisi eksternal berubah dengan cepat, maka dimungkinkan perusahaan akan mengalami kesulitan likuiditas sebab perusahaan ini mendanai investasinya dengan hutang yang tinggi. Pada titik D tidak terjadi permasalahan keagenan karena perusahaan mempunyai aktiva tetap yang tinggi dan *leverage* yang rendah.

GAMBAR 2

HUBUNGAN ANTARA KESEMPATAN PERTUMBUHAN
DENGAN LEVERAGE

Leverage	Tinggi	B (Masalah Keagenan)	C (?)
	Rendah	A	D
		Rendah	Tinggi
Kesempatan Pertumbuhan			

Pada titik A, perusahaan mempunyai *leverage* yang rendah dan juga kesempatan pertumbuhan yang rendah. Disini (titik A), tidak terjadi permasalahan keagenan. Permasalahan keagenan timbul pada titik B, karena perusahaan

mempunyai *leverage* yang tinggi dan hanya mempunyai kesempatan pertumbuhan yang rendah. Jadi dapat dikatakan bahwa hutang yang dilakukan tidak didukung oleh masa depan yang cerah. Dimungkinkan perusahaan akan mengalami kesulitan keuangan dalam jangka panjang. Pada titik C, merupakan area tanda tanya. Perusahaan mempunyai hutang yang tinggi dan kesempatan pertumbuhan yang besar. Jika kondisi eksternal berubah dengan cepat, maka dimungkinkan perusahaan akan mengalami kesulitan likuiditas sebab perusahaan ini mendanai investasinya dengan hutang yang tinggi. Pada titik D tidak terjadi permasalahan keagenan karena perusahaan mempunyai kesempatan pertumbuhan yang tinggi dan *leverage* yang rendah atau dengan kata lain perusahaan mendanai pertumbuhannya dengan modal sendiri.

GAMBAR 3

HUBUNGAN ANTARA UKURAN PERUSAHAAN DENGAN LEVERAGE

Leverage	Tinggi	B (Masalah Keagenan)	C (?)
	Rendah	A	D
		Rendah	Tinggi
Ukuran Perusahaan			

Pada titik A, perusahaan mempunyai *leverage* yang rendah dan juga ukuran perusahaan yang kecil. Disini (titik A), tidak terjadi permasalahan keagenan. Permasalahan keagenan timbul pada titik B, sebab perusahaan mempunyai *leverage*

yang tinggi dan hanya mempunyai ukuran perusahaan yang kecil. Permasalahannya adalah hutang yang dilakukan perusahaan dipergunakan untuk apa? Banyak kemungkinan yang bias terjadi disini, misalnya pemilik perusahaan menarik dananya berupa deviden. Pada titik C, merupakan area tanda tanya. Perusahaan mempunyai hutang yang tinggi dan ukuran perusahaan yang besar. Artinya ekspansi perusahaan didanai dengan hutang. Jika kondisi eksternal berubah dengan cepat, maka dimungkinkan perusahaan akan mengalami kesulitan likuiditas karena perusahaan tersebut mendanai investasinya dengan hutang yang tinggi. Pada titik D tidak terjadi permasalahan keagenan sebab perusahaan mempunyai ukuran perusahaan yang besar dan *leverage* yang rendah atau dengan kata lain perusahaan mendanai investasinya dengan modal sendiri.

GAMBAR 4

HUBUNGAN ANTARA TINGKAT KEUNTUNGAN DENGAN LEVERAGE

Leverage	Tinggi	B (Masalah Keagenan)	C (?)
	Rendah	A	D
		Rendah	Tinggi
Tingkat Keuntungan			

Pada titik A, perusahaan mempunyai *leverage* yang rendah dan juga keuntungan yang rendah. Disini (titik A), tidak terjadi permasalahan keagenan. Pada titik B permasalahan keagenan timbul sebab perusahaan mempunyai *leverage* yang tinggi dan hanya mempunyai tingkat keuntungan yang rendah. Jadi dapat dikatakan

bahwa hutang yang dilakukan tidak didukung kemampuan perusahaan dalam bentuk keuntungan. Pada titik C, merupakan area tanda tanya, karena perusahaan mempunyai hutang yang tinggi dan tingkat keuntungan yang besar. Jika kondisi eksternal berubah dengan cepat, maka dimungkinkan perusahaan akan mengalami kesulitan likuiditas sebab perusahaan ini mendanai investasinya dengan hutang yang tinggi dengan tujuan untuk mengejar tingkat keuntungan saja. Pada titik D tidak terjadi permasalahan keagenan sebab perusahaan mempunyai tingkat keuntungan yang tinggi dan *leverage* yang rendah atau dengan kata lain perusahaan mendanai operasional dan investasinya dengan modal sendiri.

GAMBAR 5

HUBUNGAN ANTARA UMUR PERUSAHAAN DENGAN LEVERAGE

Leverage	Tinggi	B (Masalah Keagenan)	C (?)
	Rendah	A	D
		Rendah	Tinggi
Umur Perusahaan			

Pada titik A, perusahaan mempunyai *leverage* yang rendah dan juga umur perusahaan yang rendah. Disini (titik A), tidak terjadi permasalahan keagenan. Permasalahan keagenan timbul pada titik B, sebab perusahaan mempunyai *leverage* yang tinggi dan hanya mempunyai umur yang belum lama. Kemampuan perusahaan dalam jangka panjang belum tercermin atau terbukti. Pada titik C, merupakan area

tanda tanya. Perusahaan mempunyai hutang yang tinggi dan umur perusahaan yang lama. Kondisi ini menunjukkan bahwa perusahaan tersebut telah mempunyai prestasi yang bagus dalam jangka lama sehingga memungkinkan melakukan hutang yang tinggi atau dapat dikatakan sepanjang kehidupan perusahaan didanai dengan hutang. Pada titik D tidak terjadi permasalahan keagenan karena perusahaan mempunyai umur yang lama dan *leverage* yang rendah atau dengan kata lain perusahaan mendanai usahanya dengan modal sendiri.

2.2. Penelitian Terdahulu dan Perumusan Hipotesis

Teori stuktur modal mengindikasikan ada beberapa faktor-faktor yang berhubungan dengan *leverage*. Dalam penelitian yang dilakukan oleh Rajan dan Zingales (1995: 1451), dikemukakan empat faktor kunci yang mempengaruhi *leverage*. Penelitian ini mengembangkan model Rajan dan Zingales dengan menambah faktor umur perusahaan, karena umur perusahaan dapat dipergunakan untuk mencerminkan kinerja perusahaan. Semakin lama perusahaan beroperasi maka dapat diasumsikan bahwa perusahaan mempunyai akumulasi laba yang lebih besar dan *agency cost of debt*-nya kecil, sehingga perusahaan dapat lebih dipercaya untuk memperoleh hutang. Faktor-faktor tersebut akan mempengaruhi keputusan struktur modal. Jadi dalam penelitian ini variabel-variabel yang digunakan adalah:

- a. Aktiva tetap
- b. Nilai pasar (merupakan *proxy* dari kesempatan investasi suatu perusahaan)
- c. Ukuran perusahaan

d. Tingkat keuntungan

e. Umur perusahaan

2.2.1. Hutang

Hutang dalam suatu perusahaan dapat dibedakan antara hutang jangka pendek dan hutang jangka panjang. Kedua jenis hutang tersebut berbeda dalam hal jangka waktu pelunasannya. Hutang jangka pendek memiliki jangka waktu yang lebih pendek daripada hutang jangka panjang, dan lebih fleksibel, karena hutang jangka panjang harus disertai dengan perjanjian yang memuat syarat-syarat tertentu yang akan membatasi kegiatan perusahaan di masa depan. Sedangkan perjanjian pada hutang jangka pendek umumnya tidak sulit (Brigham, 1992). Meskipun hutang jangka pendek jangka waktunya lebih pendek dan fleksibel, hutang jangka pendek memiliki risiko yang lebih besar daripada hutang jangka panjang, karena (1) jika perusahaan menggunakan hutang jangka panjang, maka beban bunganya relatif stabil sepanjang waktu, tapi jika menggunakan hutang jangka pendek, maka beban bunganya akan berfluktuasi; (2) jika perusahaan menggunakan hutang jangka pendek dalam jumlah besar dan tidak mampu melunasinya, kreditur tidak akan memperpanjang jangka waktu pinjaman, sehingga akan memperburuk posisi keuangan perusahaan bahkan akan menyebabkan kebangkrutan (Brigham, 1992: 711).

2.2.2. Aktiva tetap (*tangibility of fixed assets*)

Menurut teori keagenan, aktiva tetap mempunyai pengaruh yang positif dengan *leverage*, karena aktiva tetap dapat dipergunakan sebagai jaminan sehingga dapat meminimalkan konflik antara pemegang saham dan kreditur (Megginson,

1997). Dengan demikian, perusahaan yang memiliki lebih banyak aktiva berwujud (*tangible assets*) lebih mampu untuk mengatasi kesulitan keuangan daripada perusahaan yang memiliki lebih banyak aktiva tak berwujud (*intangible assets*). Pengertian ini disebabkan karena aktiva berwujud dapat dicairkan pada saat perusahaan mengalami kepailitan dengan menjual aktiva tetap tersebut.

Penelitian terdahulu, misalnya Rajan dan Zingales (1995) mengukur aktiva tetap sebagai rasio antara total aktiva tetap dengan total assets, dan berpendapat bahwa aktiva tetap perusahaan dapat dipergunakan sebagai jaminan yang akan mengurangi risiko bagi pihak yang memberikan pinjaman, seperti halnya jika terjadinya pergeseran resiko (*risk shifting*).

Menurut Jensen dan Meckling (1976), konflik kepentingan antara kreditur (*debtholders*) dan pemegang saham (*shareholders*) disebabkan karena pemberi pinjaman menghadapi resiko. Akibatnya mereka meminta adanya jaminan (Bevan & Danblot, 2000). Titman dan Wessels (1988), juga Rajan dan Zingales (1995) mengemukakan adanya pengaruh yang positif antara aktiva tetap dan tingkat hutang.

Sejalan dengan penelitian terdahulu, bahwa untuk mengatasi masalah keagenan maka aktiva tetap berpengaruh positif dengan hutang, maka hipotesa dalam penelitian ini dirumuskan sebagai berikut:

H1: Aktiva tetap berpengaruh positif dengan leverage.

2.2.3. Kesempatan pertumbuhan (*growth opportunities*)

Menurut *pecking-order theory*, kesempatan pertumbuhan perusahaan mencerminkan kemampuan untuk memperoleh dana sendiri. Semakin tinggi tingkat pertumbuhan perusahaan, maka dana yang diperoleh dari keuntungan akan semakin

besar pula. Berdasarkan hirarki dana, perusahaan akan menggunakan laba ditahan (*retained earning*) terlebih dahulu dan jika tidak mencukupi akan memakai dana eksternal, misalnya hutang bank. Jadi dalam hal ini kesempatan pertumbuhan berpengaruh negatif terhadap *leverage* (Myers & Majluf, 1984; Myers, 1984).

Teori keagenan mengemukakan bahwa untuk mengatasi *masalah keagenan* antara pemegang saham dengan kreditur, salah satu faktor yang menjadi pertimbangan kreditur dalam meminjamkan dana pada perusahaan adalah peningkatan assets di masa mendatang atau yang lebih dikenal sebagai pertumbuhan perusahaan (Megginson, 1997). Dikatakan bahwa perusahaan yang memiliki kesempatan pertumbuhan yang tinggi dimungkinkan semakin mudah untuk memperoleh hutang. Sesuai dengan teori keagenan, hipotesa yang dirumuskan dalam penelitian ini adalah:

H2: Kesempatan pertumbuhan berpengaruh positif dengan leverage.

2.2.4. Ukuran perusahaan (*firm's size*)

Ukuran perusahaan merupakan indikator kemampuan perusahaan dalam mengambil peluang bisnis yang ada. Semakin besar kesempatan perusahaan untuk menjalankan peluang bisnis, maka semakin besar pula risiko yang dihadapi perusahaan. Ukuran perusahaan memiliki hubungan yang erat dengan *leverage* dalam kaitannya dengan risiko perusahaan dan biaya kebangkrutan. Biaya langsung kebangkrutan mempengaruhi *leverage* perusahaan, dimana perusahaan besar dapat memiliki *leverage* yang tinggi, sebaliknya biaya kebangkrutan akan mendapatkan proporsi yang kecil dalam struktur modalnya (Titman & Wessels, 1988).

Smith dan Warner (1979) berpendapat bahwa masalah keagenan antara pemegang saham dan pemberi pinjaman lebih banyak terjadi pada perusahaan kecil, dan mereka umumnya mempunyai kesulitan memperoleh dana dari pihak eksternal karena mereka mempunyai masalah informasi asimetri, dimana adanya keterbatasan dalam masalah akuntansi maupun manajemen. Sedangkan perusahaan besar lebih mudah memperoleh dana, karena perusahaan besar dapat lebih mudah menyediakan data dan informasi untuk pihak eksternal, misalnya ke pasar modal.

Beberapa penelitian terdahulu mengemukakan bahwa ukuran perusahaan merupakan faktor penting dalam mempengaruhi kebijakan hutang dan risikonya (Brailsford, Oliver, & Pua, 1999). Rajan dan Zingales (1995: 1451) berpendapat bahwa perusahaan besar lebih memungkinkan untuk melakukan deversifikasi sehingga resiko kebangkrutan lebih kecil. Dalam hal ini mereka berpendapat terdapat pengaruh yang positif antara ukuran perusahaan dan *leverage*.

Bevan dan Danblot (2000) menemukan pengaruh positif antara ukuran perusahaan dengan hutang jangka panjang, tapi juga menemukan pengaruh negatif antara ukuran perusahaan dengan hutang jangka pendek. Mereka berpendapat bahwa perusahaan kecil kemungkinan lebih sulit untuk memperoleh hutang jangka panjang, sehingga menggunakan hutang jangka pendek. Sesuai dengan teori keagenan, hipotesa dalam penelitian ini adalah:

H3: Ukuran perusahaan berpengaruh positif dengan leverage.

2.2.5. Tingkat keuntungan (profitability)

Dalam meminjamkan dana kepada perusahaan, kreditur akan selalu mempertimbangkan risiko yang mungkin dihadapi, terutama risiko jika perusahaan

mengalami kesulitan keuangan bahkan kebangkrutan. Semakin tinggi risiko kebangkrutan maka hutang yang digunakan perusahaan akan semakin kecil. Risiko kebangkrutan ini akan tampak dari keuntungan perusahaan, sehingga semakin tinggi/stabil keuntungan perusahaan, semakin tinggi hutang perusahaan.

Menurut *pecking-order theory* keuntungan perusahaan mempunyai pengaruh negatif dengan tingkat hutang. Myers (1984) dan Myers dan Majluf (1984) memprediksikan bahwa akibat dari informasi asimetri, perusahaan akan memilih menggunakan dana internal daripada dana eksternal, sehingga terdapat pengaruh yang negatif antara *leverage* dengan tingkat keuntungan. Demikian pula dengan Titman dan Wessel (1988), Rajan dan Zingales (1995), mereka menemukan bahwa *leverage* berpengaruh negatif dengan tingkat keuntungan.

Menurut teori keagenan, tingkat keuntungan mempunyai pengaruh yang positif dengan *leverage* (Jensen, 1986) karena semakin tinggi keuntungan perusahaan, biaya keagenan semakin kecil sehingga perusahaan dapat memperoleh hutang yang lebih tinggi. Hipotesa dalam penelitian ini dirumuskan sebagai berikut:

H4: Tingkat keuntungan berpengaruh positif dengan leverage.

2.2.6 Umur perusahaan

Umur perusahaan berkaitan erat dengan kinerja dan reputasinya di masyarakat. Secara umum perusahaan yang telah berusia cukup lama mempunyai gambaran yang positif dalam dunia perbankan, karena perusahaan yang telah berdiri cukup lama memiliki reputasi yang baik dalam hal pembayaran hutang dan memiliki akumulasi laba yang besar, jadi dapat dikatakan perusahaan tersebut lebih memilih proyek yang aman daripada proyek yang berisiko. Sebaliknya perusahaan muda

dengan sedikit reputasi mungkin akan memilih proyek yang berisiko untuk memenuhi tuntutan keuntungan dari pemegang saham (Chen et al., 1998).

Jadi dapat dikatakan semakin lama umur perusahaan maka semakin kecil biaya keagenan yang mungkin terjadi, dan semakin mudah bagi perusahaan untuk mendapatkan kredit atau pinjaman dari kreditur. Hipotesa dalam penelitian ini dirumuskan sebagai berikut:

H5: Umur perusahaan berpengaruh positif dengan leverage.

2.3. Kerangka Pemikiran Teoritis

Leverage atau *debt ratio* merupakan perbandingan antara total hutang dengan total aktiva. Semakin tinggi rasio ini maka semakin besar risiko yang dihadapi, sehingga investor akan meminta tingkat keuntungan yang semakin tinggi. Kreditur akan meminjamkan sejumlah dana kepada perusahaan berdasarkan beberapa pertimbangan yang mencerminkan risiko dari hutang perusahaan, dan kreditur menetapkan tingkat bunga berdasarkan faktor-faktor tersebut.

Aktiva tetap mempunyai pengaruh yang positif dengan *leverage*, karena aktiva tetap dapat dipergunakan sebagai jaminan sehingga dapat meminimalkan konflik antara pemegang saham dan kreditur (Megginson, 1997). Dengan demikian, perusahaan yang memiliki lebih banyak aktiva berwujud (*tangible assets*) lebih mampu untuk mengatasi kesulitan keuangan daripada perusahaan yang memiliki lebih banyak aktiva tak berwujud (*intangible assets*).

Salah satu faktor yang menjadi pertimbangan kreditur dalam meminjamkan dana pada perusahaan adalah peningkatan asset di masa mendatang atau yang lebih

dikenal sebagai pertumbuhan perusahaan (Megginson, 1997). Sehingga perusahaan yang memiliki kesempatan pertumbuhan yang tinggi dimungkinkan semakin mudah untuk memperoleh hutang.

Ukuran perusahaan memiliki hubungan yang erat dengan *leverage* dalam kaitannya dengan risiko perusahaan dan biaya kebangkrutan. Semakin besar perusahaan dimungkinkan semakin mudah memperoleh dana, karena perusahaan besar dapat lebih mudah menyediakan data dan informasi untuk pihak eksternal.

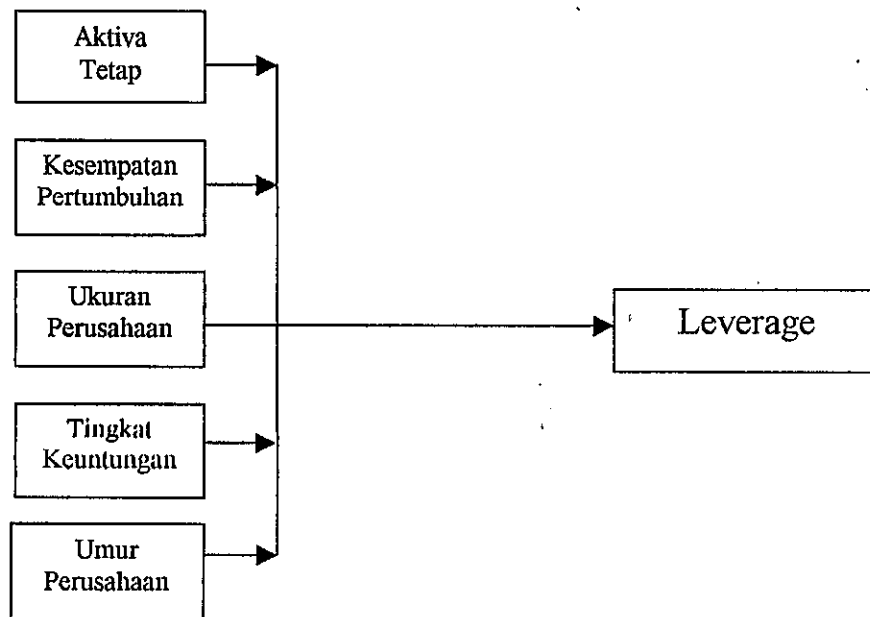
Dalam meminjamkan dana kepada perusahaan, kreditur akan selalu mempertimbangkan risiko yang mungkin dihadapi, terutama risiko jika perusahaan mengalami kesulitan keuangan bahkan kebangkrutan. Risiko kebangkrutan ini akan tampak dari keuntungan perusahaan, sehingga semakin tinggi/stabil keuntungan perusahaan, semakin tinggi hutang perusahaan.

Umur perusahaan berkaitan erat dengan kinerja dan reputasinya di masyarakat dan di dunia perbankan. Semakin lama perusahaan beroperasi maka dapat diasumsikan bahwa perusahaan mempunyai akumulasi laba yang lebih besar dan *agency cost of debt*-nya kecil, sehingga perusahaan dapat lebih dipercaya untuk memperoleh hutang.

Berdasarkan penjelasan diatas, maka dapat digambarkan kerangka pemikiran teoritis sebagai berikut:

GAMBAR 6

PENGARUH ANTARA AKTIVA TETAP, KESEMPATAN PERTUMBUHAN,
UKURAN PERUSAHAAN, TINGKAT KEUNTUNGAN, DAN UMUR
PERUSAHAAN DENGAN LEVERAGE



BAB III

METODE PENELITIAN

3.1. Jenis dan Sumber Data

Penelitian ini menggunakan data sekunder yang berupa laporan keuangan dari perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEJ untuk tahun buku 1998 sampai dengan tahun 2001. Data ini diperoleh dari Indonesian Capital Market Directory tahun 1999 sampai dengan 2002 dan JSX Watch 2002 (Bisnis Indonesia).

3.2. Populasi dan Teknik Pengambilan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta, karena berbagai peraturan mengharuskan perusahaan-perusahaan tersebut untuk memberikan informasi yang jelas dibandingkan dengan perusahaan yang tidak *go-public*, dan data perusahaan-perusahaan tersebut dipublikasikan. Penelitian ini hanya menggunakan perusahaan manufaktur untuk mendapatkan hasil yang lebih akurat dan tidak bias, karena antara bidang usaha yang satu dengan yang lain memiliki regulasi dan kebijakan yang berbeda. Teknik pengambilan sampel dalam penelitian ini menggunakan metode *purposive sampling*, dengan kriteria sebagai berikut:

- a. Perusahaan yang dipilih sebagai sampel adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar dari tahun 1998 atau sebelumnya dan tetap beroperasi sampai dengan tahun 2001.

- b. Memiliki kebijakan hutang seperti yang tercantum dalam laporan keuangan, yaitu adanya tingkat hutang yang dilakukan oleh perusahaan.
- c. Ada laporan keuangan tahun 1998 sampai dengan tahun 2001 yang diumumkan di BEJ atau Capital Market Directory tahun 1999 sampai tahun 2002 atau JSX Watch 2002.

Jumlah populasi dalam penelitian ini adalah 149 perusahaan manufaktur yang terdiri dari industri bahan dasar kimia (59 perusahaan), industri makanan (40 perusahaan), dan aneka industri (50 perusahaan), namun hanya 122 perusahaan (*lampiran 1*) yang digunakan karena selebihnya tidak memenuhi syarat.

3.3. Definisi Operasional Variabel

Variabel Dependen

1. Leverage

Leverage menunjukkan seberapa besar asset perusahaan diperoleh atau didanai oleh hutang. Variabel ini diukur dengan membagi total hutang dengan total asset. Pengukuran *leverage* dengan menggunakan total hutang dalam penelitian ini sejalan dengan pengukuran *leverage* untuk negara yang berkembang. Pada negara berkembang, batasan secara tegas antara hutang jangka pendek dan hutang jangka panjang cukup sulit (Pandey, 2003). Umumnya perusahaan melakukan *roll-over* hutang jangka pendek secara terus menerus, sehingga hutang tersebut menjadi bersifat jangka panjang. Lebih lanjut Pandey (2003) menganjurkan untuk menggunakan total hutang pada penelitian di negara berkembang karena lebih mendekati realitas yang ada.

Rumus:

$$\text{Lev} = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Asset}}$$

Variabel Independen

1. Aktiva tetap (*tangibility of fixed asset*)

Hubungan antara kreditur sebagai pemberi pinjaman dana dengan perusahaan sebagai peminjam dana dapat dilihat dari sisi hubungan informasi. Kondisi ini mencerminkan adanya informasi asimetri. Informasi asimetri artinya pihak prinsipal (dalam hal ini kreditur yang memberikan pinjaman) mempunyai informasi yang tidak sama dengan pihak agen (dalam hal ini perusahaan yang meminjam dana), sehingga dimungkinkan pihak agen akan merugikan prinsipal (Jensen, 1986). Dalam kasus ini pihak kreditur mempunyai resiko, dan sebagai contoh konkrit, bank sebagai pihak kreditur untuk meminimalkan resiko dalam memberikan pinjaman, maka bank mensyaratkan adanya jaminan yang dapat berupa aktiva tetap. Maka perusahaan yang memiliki sedikit aktiva tetap akan lebih sulit untuk memperoleh hutang dibandingkan dengan perusahaan yang memiliki lebih banyak aktiva tetap. Jadi berdasarkan informasi asimetri, mengindikasikan adanya pengaruh positif antara aktiva tetap dengan *leverage* (Chen et al., 1998).

Penelitian ini menggunakan rasio antara jumlah tercatat (*carrying amount*) dengan total aktiva sebagai variabel aktiva tetap (*tangibility of fixed asset*). Jumlah tercatat menurut PSAK 16.3.24 adalah nilai buku, yaitu biaya perolehan suatu aktiva setelah dikurangi akumulasi penyusutan.

Rumus:

$$AT = \frac{\text{Jumlah Tercatat}}{\text{Total Aktiva}}$$

2. Kesempatan pertumbuhan (*growth opportunities*)

Penelitian terdahulu umumnya memakai rumus Tobin's Q untuk mengukur kesempatan pertumbuhan Chung dan Pruitt (1994). Angka Tobin's Q ini mencerminkan keadaan sebagai berikut: jika q lebih besar dari 1 maka perusahaan memiliki kesempatan untuk berinvestasi, sebaliknya jika q kurang dari 1 maka perusahaan seharusnya berhenti melakukan investasi (Brealey & Myers, 2000). Penelitian ini menggunakan rumus Tobin's Q yang telah disederhanakan oleh Chung dan Pruitt (1994) untuk mengukur variabel kesempatan pertumbuhan.

Rumus:

$$\text{Tobin's } q = \frac{\text{Market value of assets}}{\text{Book value of total assets}}$$

Keterangan:

Market value of assets = total hutang + (*closing price*² x jumlah saham beredar).

Book value of total assets = nilai total asset dalam laporan keuangan.

3. Ukuran perusahaan (*firm's size*)

Tujuan penelitian ini pada dasarnya adalah menganalisis kebijakan hutang perusahaan di Indonesia, dimana hutang ini terkait dengan keputusan investasi, maka ukuran perusahaan yang digunakan dalam studi ini adalah total asset. Ukuran perusahaan dalam penelitian ini mengindikasikan besarnya asset yang

² *Closing price* adalah harga pasar saham pada akhir tahun.

dimiliki oleh suatu perusahaan. Semakin besar asset yang dimiliki perusahaan, maka dikatakan ukuran perusahaan tersebut semakin besar. Penelitian ini meneliti perusahaan-perusahaan pada periode 1998-2001, jadi dapat dikatakan penelitian ini juga merupakan penelitian *cross-section*, sehingga dimungkinkan akan terjadi variasi yang cukup besar antara ukuran perusahaan yang satu dengan yang lain dan akan menimbulkan masalah heteroskedastisitas. Untuk mengatasi masalah tersebut, maka diukur dengan menggunakan natural logaritma dari total asset (Gujarati, 2003).

Rumus:

$$\text{Ukuran perusahaan} = \ln \text{Total Asset}$$

4. Tingkat keuntungan (*profitability*).

Profitabilitas adalah tingkat keuntungan bersih yang berhasil diperoleh perusahaan dalam menjalankan operasionalnya. Variabel ini diukur dengan membagi laba operasi dengan total asset.

Rumus:

$$\text{Profit} = \frac{\text{Laba Operasi}}{\text{Total Asset}}$$

5. Umur perusahaan.

Diukur dengan menghitung selisih angka tahun antara tahun-tahun periode penelitian (1998, 1999, 2000, 2001) dengan tahun pendirian perusahaan.

Rangkuman mengenai pengukuran variabel dan landasan teori yang digunakan dalam penelitian ini dapat dilihat pada Tabel 1.

TABEL 1

PENGUKURAN VARIABEL DAN PENELITIAN TERDAHULU

Variabel	Pengukuran	Peneliti Terdahulu
Leverage	$\text{Leverage} = \frac{\text{total hutang}}{\text{total asset}}$	Bevan dan Danbolt (2000), Brailsford et al. (1999), Rajan dan Zingales (1995), Setiawan et al. (2002)
Aktiva Tetap (<i>tangibility of fixed assets</i>)	Aktiva Tetap = jumlah tercatat / total aktiva	Bevan dan Danbolt (2000), Chen et al. (1998), Rajan dan Zingales (1995), Setiawan et al. (2002)
Kesempatan Pertumbuhan (<i>growth opportunities</i>)	Tobin's q = $\frac{\text{market value of assets}}{\text{book value of total assets}}$	Bevan dan Danbolt (2000), Myers dan Majluf (1984), Rajan dan Zingales (1995), Setiawan et al. (2002)
Ukuran Perusahaan (<i>firm's size</i>)	Ukuran Perusahaan = $\ln \text{total asset}$	Brailsford et al. (1999), Setiawan (2004)
Tingkat Keuntungan (<i>profitability</i>)	Profit = $\frac{\text{laba operasi}}{\text{total asset}}$	Bevan dan Danbolt (2000), Brailsford et al. (1999), Rajan dan Zingales (1995), Chen et al. (1998), Pandey (2002), Setiawan et al. (2002), Setiawan (2004)
Umur Perusahaan	Umur = tahun penelitian – tahun pendirian	Chen et al. (1998)

3.4. Teknik Analisis

Penelitian ini menganalisis pengaruh antara aktiva tetap, kesempatan pertumbuhan, ukuran perusahaan, tingkat keuntungan perusahaan dan umur perusahaan terhadap *leverage* perusahaan. Kurun waktu yang akan diambil dalam penelitian ini adalah 1998 sampai dengan 2001 (empat tahun). Dalam periode tersebut dimungkinkan perusahaan mengalami perubahan jumlah hutang dan juga

faktor-faktor yang lain. Perubahan atau dinamika ini hanya dimungkinkan diteliti jika menggunakan teknik analisis panel data (Gujarati, 2003).

Panel data atau *polled data* adalah metode ekonometrik yang menganalisis data *time series* dan *cross-section* secara bersamaan (Gujarati, 2003). Analisis ini memberikan banyak keuntungan, antara lain panel data dapat mengatasi masalah heterogenitas perusahaan-perusahaan yang diteliti; dengan adanya kombinasi data *time series* dan *cross-section*, panel data memberikan data yang lebih informatif, mengurangi kolinearitas antar variabel, dan lebih efisien; panel data lebih mampu menganalisis perubahan dinamis pada perusahaan-perusahaan yang diteliti.

Meskipun menggunakan data *time series* dan *cross-section*, panel data tetap menggunakan model regresi yang dikenal dengan model regresi panel data. Oleh karena itu juga akan dilakukan uji asumsi klasik, yaitu uji normalitas, uji autokorelasi, uji heteroskedastisitas, serta uji multikolinearitas. Keseluruhan pengolahan data dalam penelitian ini menggunakan software Eviews versi 3.1 (*lampiran 2*). Model panel data dalam penelitian ini dirumuskan sebagai berikut:

$$L_{it} = \alpha_{it} + \beta_{1it} A_{it} + \beta_{2it} P_{it} + \beta_{3it} S_{it} + \beta_{4it} K_{it} + \beta_{5it} U_{it} + \varepsilon_{it}$$

Dimana:

L = Leverage

α = Konstanta

A = Aktiva tetap

P = Kesempatan pertumbuhan

S = Ukuran perusahaan

K = Tingkat keuntungan

U	= Umur perusahaan
β	= Koefisien regresi
ε	= Residual
i	= perusahaan i
t	= waktu (pada saat t)

BAB IV

PEMBAHASAN DAN HASIL PENELITIAN

4.1. Perusahaan Sampel

Penelitian ini pada dasarnya menggunakan sampel seluruh perusahaan manufaktur yang telah *go-public* dan terdaftar di Bursa Efek Jakarta, namun ada beberapa kriteria/syarat yang harus dipenuhi, yaitu merupakan perusahaan manufaktur yang terdaftar dari tahun 1998 atau sebelumnya dan tetap beroperasi sampai dengan tahun 2001, memiliki kebijakan hutang yang tercantum dalam laporan keuangan, dan ada laporan keuangan tahun 1998 sampai dengan tahun 2001 yang diumumkan di BEJ atau Capital Market Directory tahun 1999 sampai tahun 2002 atau JSX Watch 2002. Dengan kata lain data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data populasi. Berdasarkan data yang telah dikumpulkan, terdapat 149 perusahaan manufaktur yang telah *go-public* dan terdaftar di Bursa Efek Jakarta, yang terdiri dari industri bahan dasar kimia (59 perusahaan), industri makanan (40 perusahaan), dan aneka industri (50 perusahaan), namun hanya 122 perusahaan yang digunakan dalam penelitian ini, yaitu 48 perusahaan industri bahan dasar kimia, 31 perusahaan industri makanan, dan 43 perusahaan aneka industri, karena selebihnya tidak memenuhi syarat (*lampiran I*).

4.2. Statistik Deskriptif

Berdasarkan statistik deskriptif pada Tabel 2 tampak bahwa jumlah perusahaan yang diteliti adalah sebanyak 122 perusahaan dan jumlah observasi

seluruhnya adalah 488. Nilai rata-rata (*mean*) dari *leverage*, aktiva tetap, ukuran perusahaan, dan umur perusahaan adalah diatas nilai standar deviasinya, sehingga disimpulkan bahwa tidak banyak terjadi perubahan/gejolak pada variabel *leverage*, aktiva tetap, ukuran perusahaan, serta umur perusahaan selama periode penelitian. Namun sebaliknya rata-rata (*mean*) dari kesempatan pertumbuhan dan tingkat keuntungan berada dibawah nilai standar deviasinya, sehingga disimpulkan bahwa terdapat perubahan/gejolak yang cukup berarti pada variabel kesempatan pertumbuhan dan tingkat keuntungan selama periode penelitian.

TABEL 2
STATISTIK DESKRIPTIF

	Leverage	Aktiva Tetap	Kesempatan Pertumbuhan	Ukuran Perusahaan	Tingkat Keuntungan	Umur Perusahaan
Mean	0.806	0.434	1.353	13.429	0.096	24.016
Median	0.740	0.430	1.080	13.180	0.080	22.000
Maximum	4.220	1.520	26.050	17.850	1.170	84.000
Minimum	0.070	0.000	0.330	8.870	-0.200	6.000
Std. Dev.	0.521	0.217	1.623	1.545	0.126	11.932
Observations	488	488	488	488	488	488
Cross sections	122	122	122	122	122	122

Sumber: Lampiran 3

Nilai rata-rata (*mean*) *leverage* adalah 0,806. Angka ini menunjukkan nilai rasio yang tinggi, artinya bahwa rata-rata total asset sebesar 80,6% didanai dari hutang. Angka rasio *leverage* yang tinggi menunjukkan bahwa jika terjadi situasi yang tidak menguntungkan, maka perusahaan-perusahaan manufaktur di Indonesia akan dengan cepat mengalami kesulitan keuangan. Jaminan yang dicerminkan dari aktiva tetap menunjukkan angka rata rata sebesar 0,434 (Tabel 2). Angka ini menunjukkan bahwa jaminan atas hutang pada perusahaan-perusahaan manufaktur di

Indonesia tergolong rendah yaitu hanya 43,4% dari total aktiva. Sedangkan rasio tingkat keuntungan memiliki rata-rata sebesar 0,096, angka ini menunjukkan bahwa rasio tingkat keuntungan perusahaan-perusahaan manufaktur di Indonesia berada dibawah 10% dari total aktiva.

4.3. Uji Asumsi Klasik

Sebelum mengolah data dengan menggunakan panel data, model harus bebas dari asumsi klasik, karena model panel data menggunakan persamaan regresi berganda yang harus memenuhi asumsi klasik. Uji asumsi klasik tersebut adalah uji normalitas, uji autokorelasi, uji heteroskedastisitas, serta uji multikolinearitas.

4.3.1. Uji normalitas

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi variabel dependen dan variabel independen mempunyai distribusi normal ataukah tidak. Uji normalitas lebih ditekankan pada penelitian yang menggunakan data sampel dan tidak disyaratkan pada penelitian yang memakai data populasi (Gujarati, 2003). Namun untuk data populasi, uji normalitas yang seharusnya dilakukan adalah uji normalitas dari residual. Model regresi yang baik adalah residual terdistribusi secara normal yang ditunjukkan dari angka probabilitas lebih besar dari 10% atau 0,1.

Penelitian ini menggunakan data populasi karena menganalisis semua data dari perusahaan-perusahaan manufaktur yang telah *go-public* dan terdaftar di Bursa Efek Jakarta yang memenuhi syarat/kriteria dalam penelitian ini. Jumlah data yang diteliti adalah 122 perusahaan dari 149 perusahaan (81,88% dari keseluruhan data).

Uji normalitas dari residual yang dilakukan dalam penelitian ini adalah uji Jarque-Bera melalui program Eviews versi 3.1. Pada lampiran 5 tampak bahwa seluruh probabilitas residual dari data yang diteliti menunjukkan angka lebih besar dari 10% atau lebih besar dari 0,1, artinya residual terdistribusi secara normal dan mengindikasikan suatu model regresi yang baik.

4.3.2. Uji autokorelasi

Uji autokorelasi bertujuan menguji apakah dalam suatu model regresi linear ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada suatu periode dengan periode sebelumnya. Masalah autokorelasi sering ditemukan pada data runtut waktu atau *time series* karena 'gangguan' pada suatu perusahaan cenderung mempengaruhi 'gangguan' pada perusahaan yang sama pada periode berikutnya. Sedangkan pada data *cross-section*, masalah autokorelasi relatif jarang terjadi karena 'gangguan' pada observasi yang berbeda berasal dari perusahaan yang berbeda.

Penelitian ini menggunakan data *time series* dan data *cross-section* yang dikombinasikan melalui model panel data, sehingga dimungkinkan tidak terjadi masalah autokorelasi. Untuk mengetahui apakah terjadi masalah autokorelasi maka dilakukan uji Durbin-Watson (DW test) melalui program Eviews versi 3.1. Berdasarkan hasil yang tampak pada lampiran 4, nilai Durbin-Watson (DW) menunjukkan angka sebesar 1,831, sehingga disimpulkan tidak terjadi autokorelasi (tidak ada autokorelasi jika nilai DW antara 1,66 sampai dengan 2,34).

4.3.3. Uji heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas bertujuan menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan variance dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Jika

variance dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain tetap, maka disebut homokedastisitas dan jika berbeda disebut heteroskedastisitas. Model regresi yang baik adalah jika tidak terjadi heteroskedastisitas.

Penelitian ini menggunakan teknik analisis panel data, dimana pengolahan data dalam penelitian ini menggunakan software Eviews versi 3.1 (lampiran 4), yang dengan menggunakan mode *White Heteroskedasticity* langsung mampu mengatasi masalah heteroskedastisitas seandainya terjadi. Karena dukungan dari software Eviews versi 3.1 ini, maka uji heteroskedastisitas secara khusus tidak perlu dilakukan lagi dalam penelitian ini.

4.3.4. Uji multikolinearitas

Uji multikolinearitas bertujuan untuk menguji apakah model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel bebas (independen). Model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi diantara variabel independen.

Salah satu cara untuk mendeteksi ada atau tidaknya multikolinearitas di dalam model regresi adalah jika nilai R^2 dan nilai F Rasio yang dihasilkan oleh suatu estimasi model regresi sangat tinggi, tetapi secara individual variabel-variabel independen banyak yang tidak signifikan mempengaruhi variabel dependen, maka kemungkinan terdapat multikolinearitas dalam model tersebut. Berdasarkan Tabel 3, tampak bahwa nilai R^2 cukup tinggi, yaitu sebesar 0,821, nilai F Rasio sebesar 413,078, dan sebagian besar variabel independen signifikan mempengaruhi variabel dependen, sehingga hasil tersebut mengindikasikan tidak terjadinya multikolinearitas (Singgih Santoso, 2001).

4.4. Pengujian Hipotesis

TABEL 3
HASIL PENELITIAN

Variabel Dependen (Y): Leverage				
Variabel Independen (X)	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
Aktiva Tetap	0.409	0.330	1.237	0.217
Kesempatan Pertumbuhan	0.091	0.041	2.216	0.027
Ukuran Perusahaan	-0.062	0.056	-1.107	0.269
Tingkat Keuntungan	-0.554	0.175	-3.167	0.002
Umur Perusahaan	0.021	0.013	1.657	0.098
R-squared	0.821			
Adjusted R-squared	0.758			
F-statistic	413.078			
Prob(F-statistic)	0.000			

Sumber: Lampiran 4

Keterangan: ¹ = signifikan pada tingkat 1 %; ² = signifikan pada tingkat 5%; ³ = signifikan pada tingkat 10 %.

Berdasarkan hasil analisis panel data yang disajikan dalam Tabel 3, menunjukkan besarnya nilai koefisien determinasi (R^2) adalah 0,821, karena nilai tersebut mendekati satu berarti variabel-variabel independen dapat memberikan hampir semua informasi yang dibutuhkan variabel dependen.

Namun karena penelitian ini menggunakan beberapa variabel penelitian, maka akan lebih baik jika determinasi menggunakan 'Adjusted R^2 '. Dari Tabel 3 besarnya Adjusted R^2 adalah 0,758, hal ini berarti 75,8% variasi *leverage* dalam hubungannya dengan variabel independen dapat dijelaskan dalam model ini. Secara keseluruhan model ini dapat menerangkan hubungan antara *leverage* dan variabel-variabel yang mempengaruhi karena Prob (F-statistic) adalah nol.

Seperti yang tertera dalam Tabel 3, aktiva tetap tidak mempunyai pengaruh yang signifikan dengan *leverage*. Kesempatan pertumbuhan mempunyai pengaruh yang positif dan signifikan pada tingkat 5%. Sedangkan ukuran perusahaan tidak mempunyai pengaruh yang signifikan dengan *leverage*. Tingkat keuntungan berpengaruh signifikan secara negatif pada tingkat 1%, dan umur perusahaan menunjukkan pengaruh yang signifikan pada tingkat 10% secara positif.

Hasil penelitian pada Tabel 3 menunjukkan bahwa tidak semua variabel yang diteliti mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *leverage*. Dari kelima variabel independen yang secara signifikan mempengaruhi *leverage* hanya variabel kesempatan pertumbuhan, tingkat keuntungan, dan umur perusahaan yang berpengaruh signifikan terhadap *leverage*. Kesempatan pertumbuhan berpengaruh signifikan dengan tingkat signifikansi 5%, tingkat keuntungan berpengaruh signifikan dengan tingkat signifikansi 1%, dan umur perusahaan berpengaruh signifikan dengan tingkat signifikansi 10%. Sedangkan variabel aktiva tetap dan ukuran perusahaan kurang berpengaruh signifikan terhadap *leverage*.

4.5. Pembahasan

4.5.1 Aktiva tetap

Menurut teori keagenan, aktiva tetap dapat dipergunakan sebagai jaminan sehingga dapat meminimalkan konflik antara pemegang saham dan kreditur (Megginson, 1997). Dan dengan adanya informasi asimetri, aktiva tetap dari suatu perusahaan merupakan jaminan bagi kreditur, khususnya bank, dalam meminjamkan dana kepada perusahaan. Jadi dalam hal ini akan mengurangi risiko bagi bank.

Rajan dan Zingales (1995) berpendapat bahwa aktiva tetap perusahaan dapat dipergunakan sebagai jaminan yang akan mengurangi risiko bagi pihak yang memberikan pinjaman, seperti halnya jika terjadinya pergeseran risiko (*risk shifting*). Menurut Jensen dan Meckling (1976), konflik kepentingan antara kreditur (*debtholders*) dan pemegang saham (*shareholders*) disebabkan karena pemberi pinjaman menghadapi risiko. Akibatnya mereka meminta adanya jaminan (Bevan & Danblot, 2000).

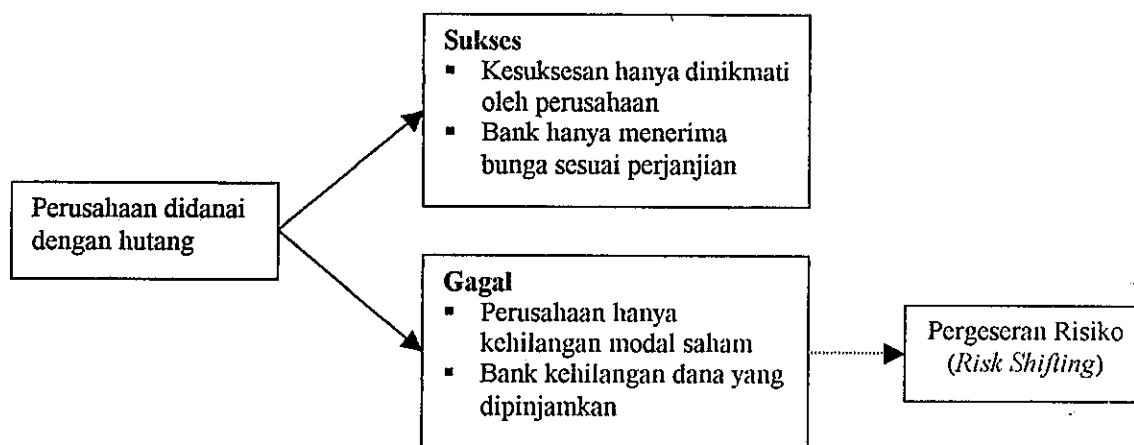
Seperti terlihat dalam Tabel 3, hasil penelitian menunjukkan bahwa aktiva tetap tidak berpengaruh signifikan terhadap *leverage*, sehingga tidak mendukung hipotesis 1. Hal ini berarti bahwa hutang yang dilakukan oleh perusahaan-perusahaan di Indonesia tidak didukung dengan jaminan yang memadai. Teori keagenan mengatakan bahwa jaminan dapat mengurangi masalah keagenan. Tidak adanya pengaruh yang signifikan antara *leverage* dan aktiva tetap menunjukkan bahwa hutang yang dilakukan oleh perusahaan-perusahaan di Indonesia tidak didukung oleh jaminan yang mencukupi. Hasil temuan ini menunjukkan adanya permasalahan keagenan.

Hasil penelitian ini tidak mendukung hasil penelitian sebelumnya seperti yang dilakukan oleh Rajan dan Zingales (1995), serta Titman dan Wessels (1988), yang mengemukakan adanya pengaruh positif antara aktiva tetap dan *leverage*. Hasil penelitian ini justru mendukung adanya masalah *moral hazard* dalam kebijakan hutang pada perusahaan-perusahaan di Indonesia seperti yang dikemukakan oleh Husnan (2002), Kwik (1999), dan Setiawan (2004).

Masalah *moral hazard* dalam kebijakan hutang ini sangat penting sebab dengan tidak adanya jaminan dimungkinkan perusahaan melakukan *risk shifting* (Berger & De Young, 1997; Jensen & Meckling, 1976; Setiawan, 2004). Artinya perusahaan mungkin mengeser resiko usaha dari dirinya ke kreditur. Uraian diatas dapat digambarkan sebagai berikut:

GAMBAR 7

KEMUNGKINAN RISIKO YANG DITERIMA OLEH PERUSAHAAN
DAN BANK ATAS PINJAMAN DANA



Gambar diatas menunjukkan kemungkinan hasil usaha yang dilakukan perusahaan dari penggunaan dana yang berasal dari bank, yaitu kesuksesan dan kegagalan. Jika usaha perusahaan yang didanai dengan hutang sukses, perusahaan tersebut akan menikmati keberhasilannya, sementara itu bank hanya menerima hasil berupa bunga sesuai dengan perjanjian kredit. Sebaliknya jika usaha yang didanai dengan hutang itu gagal dan perusahaan tersebut pailit, maka bank akan menderita kerugian karena tidak adanya jaminan yang memadai, sedangkan perusahaan hanya akan menderita kerugian sebesar saham yang ditanamkan saja (Jensen & Meckling,

1976; Setiawan, 2004). Keadaan inilah yang disebut persoalan *moral hazard* dalam kebijakan hutang atau *risk shifting problem*.

Uraian diatas yang menunjukkan bahwa tidak adanya pengaruh yang signifikan antara aktiva tetap dengan *leverage* perusahaan mengindikasikan adanya masalah keagenan atau permasalahan *moral hazard* dalam kebijakan hutang pada perusahaan-perusahaan di Indonesia.

4.5.2. Kesempatan pertumbuhan

Secara teoritis dikatakan bahwa semakin tinggi tingkat pertumbuhan suatu perusahaan, akan semakin besar tingkat kebutuhan dana untuk membiayai investasi, sehingga semakin memungkinkan perusahaan meminjam dana dari kreditur. Teori keagenan mengemukakan bahwa untuk mengatasi masalah keagenan antara pemegang saham dengan kreditur, salah satu faktor yang menjadi pertimbangan kreditur dalam meminjamkan dana pada perusahaan adalah peningkatan asset di masa mendatang atau yang lebih dikenal sebagai pertumbuhan perusahaan (Megginson, 1997). Dengan demikian perusahaan yang memiliki kesempatan pertumbuhan yang tinggi dimungkinkan semakin mudah untuk memperoleh hutang. Pengaruh yang positif ini menunjukkan bahwa pertumbuhan perusahaan tersebut didanai dengan hutang.

Hasil penelitian pada Tabel 3 menunjukkan adanya pengaruh yang positif dan signifikan pada tingkat 5%, sehingga mendukung hipotesis 2. Diterimanya hipotesis 2 mengindikasikan bahwa pertumbuhan perusahaan-perusahaan di Indonesia didanai dengan hutang.

Dalam pandangan *pecking-order theory*, pengaruh antara kesempatan pertumbuhan dan hutang diperkirakan negatif. Teori ini mengemukakan bahwa perusahaan yang memiliki kesempatan pertumbuhan yang tinggi cenderung untuk menggunakan modalnya sendiri daripada menggunakan dana dari pihak eksternal, karena kesempatan pertumbuhan mencerminkan ketersediaan dana internal perusahaan. Adanya pengaruh negatif ini dikemukakan oleh De Jong (1999), Homaifar et al. (1994), Chen et al. (1998), Wald (1999), Rajan dan Zingales (1995), serta Myers dan Majluf (1984). Sebaliknya dengan mengacu pada hasil penelitian ini yang menunjukkan adanya pengaruh yang positif antara *leverage* dengan kesempatan pertumbuhan, maka *pecking-order theory* tidak berlaku di Indonesia.

4.5.3. Ukuran perusahaan

Ukuran perusahaan merupakan indikator kemampuan perusahaan dalam mengambil peluang bisnis yang ada. Semakin besar kesempatan perusahaan untuk menjalankan peluang bisnis, maka semakin besar dana yang dibutuhkan perusahaan dan semakin besar pula risiko yang dihadapi perusahaan. Smith dan Warner (1979) berpendapat bahwa masalah keagenan antara pemegang saham dan pemberi pinjaman lebih banyak terjadi pada perusahaan kecil, dan mereka umumnya mempunyai kesulitan memperoleh dana dari pihak eksternal karena mereka mempunyai masalah informasi asimetri, dimana adanya keterbatasan dalam masalah akuntansi maupun manajemen. Sedangkan perusahaan besar lebih mudah memperoleh dana, karena perusahaan besar dapat lebih mudah menyediakan data dan informasi untuk pihak eksternal.

Data yang diteliti dalam penelitian ini adalah perusahaan yang telah *go-public*. Jadi dapat diasumsikan bahwa mereka adalah perusahaan yang besar. Mereka mempunyai kemampuan untuk menghasilkan laporan akuntansi dan laporan keuangan sesuai yang disyaratkan pada perusahaan yang *go-public*.

Hasil penelitian pada Tabel 3 menunjukkan bahwa ukuran perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap *leverage*, sehingga tidak mendukung hipotesis 3. Sedangkan penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Rajan dan Zingales (1995) menemukan pengaruh yang positif antara ukuran perusahaan dan tingkat hutang. Sedangkan Bevan dan Danblot (2000) menemukan pengaruh positif antara ukuran perusahaan dengan hutang jangka panjang.

Hasil penelitian ini yang menunjukkan tidak adanya pengaruh yang signifikan antara ukuran perusahaan dan *leverage* merupakan suatu hal yang menarik, sebab hutang yang dilakukan oleh perusahaan-perusahaan di Indonesia seakan-akan tidak didukung oleh total asset perusahaan tersebut.

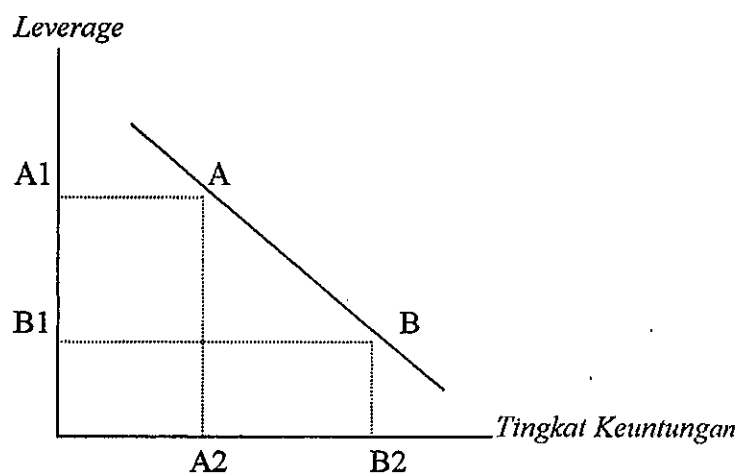
4.5.4. Tingkat keuntungan

Dalam meminjamkan dana kepada perusahaan, kreditur akan selalu mempertimbangkan risiko yang mungkin dihadapi, terutama risiko jika perusahaan mengalami kesulitan keuangan bahkan kebangkrutan. Risiko kebangkrutan ini akan tampak dari keuntungan perusahaan, sehingga semakin tinggi/stabil keuntungan perusahaan, semakin tinggi hutang perusahaan. Teori keagenan mengemukakan bahwa tingkat keuntungan mempunyai pengaruh yang positif dengan tingkat hutang (Jensen, 1986) karena semakin tinggi keuntungan perusahaan, biaya keagenan semakin kecil sehingga perusahaan dapat memperoleh hutang yang lebih tinggi.

Hasil penelitian pada Tabel 3 menunjukkan bahwa tingkat keuntungan berpengaruh negatif terhadap *leverage*, sehingga tidak mendukung hipotesis 4 yang merumuskan adanya pengaruh positif antara tingkat keuntungan perusahaan dengan *leverage*. Hasil penelitian yang menunjukkan adanya hubungan yang signifikan pada tingkat 1% dan negatif hendaknya dicermati secara seksama. Hasil ini dapat ditarik 2 buah kesimpulan dan secara sederhana dapat digambarkan pada gambar 8.

GAMBAR 8

TINGKAT KEUNTUNGAN BERPENGARUH NEGATIF
TERHADAP LEVERAGE



Pertama (titik A) mencerminkan bahwa jika tingkat keuntungan turun maka *leverage* naik. Titik A ini menunjukkan suatu hal yang buruk, karena dalam meminjam dana kepada kreditur, suatu perusahaan tidak didukung oleh keuntungan yang memadai. Pihak kreditur akan menghadapi risiko yang besar jika perusahaan mengalami kesulitan keuangan bahkan kebangkrutan, karena perusahaan tidak mempunyai kemampuan untuk membayar hutangnya.

Kedua (titik B), jika tingkat keuntungan naik maka *leverage* turun. Hasil ini merupakan suatu hal yang baik, karena perusahaan cenderung untuk menggunakan

dana sendiri (dana internal) daripada menggunakan dana eksternal. Dan jika perusahaan meminjam dana dari kreditur, maka pinjaman ini didukung oleh keuntungan yang memadai, sehingga perusahaan lebih mudah untuk mengatasi kesulitan keuangan dalam masa-masa krisis. Kesimpulan ini mendukung *pecking-order theory*, yang mengemukakan bahwa perusahaan cenderung menggunakan dana internal terlebih dahulu, baru kemudian menggunakan dana eksternal.

Kondisi pada titik B seperti yang dikemukakan oleh Myers (1984), Myers dan Majluf (1984), Titman dan Wessel (1988), serta Rajan dan Zingales (1995) yang memprediksikan bahwa akibat dari informasi asimetri, perusahaan akan memilih menggunakan dana internal daripada dana eksternal, sehingga terdapat pengaruh yang negatif antara *leverage* dengan tingkat keuntungan.

Sebaliknya dari sisi teori keagenan, Jensen (1986) berpendapat bahwa semakin tinggi keuntungan perusahaan, maka biaya keagenan semakin kecil sehingga perusahaan dapat memperoleh hutang yang lebih tinggi, dan menemukan bahwa tingkat keuntungan mempunyai pengaruh yang positif dengan *leverage*.

Kondisi di Indonesia lebih mencerminkan kondisi pada titik A. Pada Tabel 2 ditunjukkan bahwa rata-rata tingkat keuntungan perusahaan di Indonesia adalah 0,096 sedangkan rata-rata *leverage* adalah 0,806. Artinya perusahaan di Indonesia mempunyai hutang yang tinggi dan tingkat keuntungan yang rendah. Mengacu pada pendapat Jensen (1986), maka biaya keagenan perusahaan di Indonesia adalah tinggi, dan mengindikasikan adanya permasalahan keagenan.

4.5.5. Umur perusahaan

Perusahaan yang telah berdiri cukup lama memiliki reputasi yang baik dalam hal pembayaran hutang. Secara umum perusahaan yang telah berusia cukup lama mempunyai gambaran yang positif dalam dunia perbankan. Selain itu, perusahaan telah berdiri cukup lama dan lebih berpengalaman cenderung memilih proyek yang aman daripada proyek yang berisiko untuk mengejar keuntungannya. Sebaliknya perusahaan muda dengan sedikit reputasi dan pengalaman dimungkinkan akan memilih proyek yang berisiko. Jadi dapat dikatakan bahwa semakin lama perusahaan berdiri akan semakin mudah untuk mendapatkan kredit atau pinjaman dari kreditur.

Hasil penelitian menunjukkan umur perusahaan berpengaruh positif terhadap *leverage*, sehingga mendukung hipotesis 5. Dengan demikian, hasil ini membuktikan bahwa umur perusahaan cukup berpengaruh dalam pengambilan kredit atau peminjaman dana bagi perusahaan-perusahaan di Indonesia. Hal ini dimungkinkan karena kreditur cenderung lebih mempercayai perusahaan-perusahaan yang telah lama berdiri dan memiliki reputasi yang baik di masyarakat maupun di dunia perbankan.

4.6. Analisis Keseluruhan

Keseluruhan hasil penelitian ini menunjukkan bahwa untuk mendukung pertumbuhannya, perusahaan-perusahaan di Indonesia menggunakan hutang. Selain itu, umur perusahaan merupakan faktor pendukung dalam peminjaman dana, karena kreditur cenderung lebih mempercayai perusahaan-perusahaan yang telah lama berdiri dan memiliki reputasi yang baik di masyarakat maupun di dunia perbankan.

Permasalahan keagenan yaitu *moral hazard* timbul karena hutang ini tidak didukung oleh jaminan yang memadai dan keuntungan perusahaan. Hutang yang dilakukan tidak tercerminkan dari asset perusahaan karena antara ukuran perusahaan dan *leverage* tidak ada hubungan yang signifikan. Kondisi *moral hazard* inilah yang muncul dalam kebijakan hutang pada perusahaan-perusahaan di Indonesia.

Sejalan dengan hasil penelitian ini, beberapa pengamat perekonomian di Indonesia mengatakan perusahaan-perusahaan di Indonesia mendanai perkembangan usahanya dengan bergantung pada hutang. Hal ini dimungkinkan karena lemahnya struktur hukum di Indonesia (La Porta, Silanes & Sheifer, 1998). Lemahnya struktur hukum merupakan suatu kondisi yang memungkinkan untuk terjadinya *risk-shifting problem* (pergeseran risiko) dalam kebijakan hutang, dimana dalam kondisi perusahaan mengalami kesulitan keuangan atau kebangkrutan, maka kreditur yang terkena dampaknya karena pinjaman dana yang diberikan tidak dapat dikembalikan sepenuhnya. Tergantungnya perusahaan-perusahaan di Indonesia pada dana dari bank daripada pasar modal membuktikan kalau pasar modal di Indonesia tidak berkembang dengan sempurna (Sartono, 2001).

Penegakan hukum merupakan solusi utama yang dapat dilakukan untuk meminimalkan permasalahan keagenan yang timbul pada perusahaan-perusahaan di Indonesia. Pemerintah diharapkan dapat memperkuat struktur hukum di Indonesia, sehingga hukum yang berlaku semaksimal mungkin dapat mengurangi permasalahan keagenan yang mungkin terjadi. Bank sebagai pihak yang meminjamkan dana diharapkan lebih mampu menetapkan prosedur yang lebih baik demi mengurangi risiko yang akan diterima.

BAB V

PENUTUP

5.1. Kesimpulan

Berdasarkan hasil penelitian yang telah dibahas dalam bab sebelumnya, maka dapat disimpulkan sebagai berikut:

1. Aktiva tetap tidak berpengaruh signifikan terhadap *leverage*, sehingga tidak mendukung hipotesis 1. Hal ini mengindikasikan bahwa pengambilan hutang yang dilakukan oleh perusahaan-perusahaan di Indonesia cenderung tidak didukung dengan jaminan yang memadai, sehingga hasil penelitian ini menunjukkan terjadinya permasalahan keagenan, dimana *leverage* yang tinggi tidak dijamin dengan aktiva tetap yang memadai.
2. Kesempatan pertumbuhan mempunyai pengaruh positif terhadap *leverage*, sehingga mendukung hipotesis 2. Hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan mendanai investasinya dengan hutang yang tinggi, sehingga dimungkinkan perusahaan akan mengalami kesulitan likuiditas jika kondisi eksternal berubah dengan cepat.
3. Ukuran perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap *leverage*, sehingga tidak mendukung hipotesis 3. Hasil ini mengindikasikan bahwa hutang yang dilakukan oleh perusahaan-perusahaan di Indonesia seakan-akan tidak didukung oleh total asset dari perusahaan-perusahaan tersebut.
4. Tingkat keuntungan berpengaruh negatif terhadap *leverage*, sehingga tidak mendukung hipotesis 4. Statistik deskriptif menunjukkan kondisi perusahaan-perusahaan di Indonesia rata-rata memiliki *leverage* yang tinggi namun tingkat

keuntungan rendah. Hasil ini mengindikasikan terjadinya permasalahan keagenan di Indonesia, karena hutang yang dilakukan tidak didukung dengan kemampuan perusahaan dalam bentuk keuntungan.

5. Umur perusahaan berpengaruh positif terhadap *leverage*, sehingga mendukung hipotesis 5. Hasil ini mengindikasikan bahwa perusahaan-perusahaan di Indonesia mempunyai prestasi yang bagus serta gambaran positif di dunia perbankan dalam hal pembayaran hutang, sehingga memungkinkan melakukan hutang yang tinggi. Namun di lain pihak, dapat dikatakan bahwa sepanjang kehidupannya perusahaan didanai dengan hutang.

5.2. Keterbatasan Penelitian

Walaupun dalam penelitian ini penulis telah berusaha semaksimal mungkin, namun penulis yakin masih terdapat beberapa keterbatasan dalam penelitian ini, antara lain:

1. Penelitian ini masih terkonsentrasi pada satu jenis industri saja, yaitu industri manufaktur, sehingga hasil penelitian ini kemungkinan tidak sama jika diaplikasikan pada jenis industri yang lain karena karakteristik industri yang berbeda.
2. Walaupun penelitian ini menggunakan data pasca krisis moneter, namun perekonomian di Indonesia hingga kini masih belum banyak mengalami perubahan yang berarti. Oleh karena itu, peneliti berharap untuk dilakukan penelitian lebih lanjut setelah perekonomian Indonesia benar-benar pulih.

5.3. Saran

Berdasarkan penelitian yang telah dilakukan, ada beberapa hal yang disarankan penulis sebagai berikut:

1. Berbagai prosedur/peraturan diharapkan dapat lebih ditegakkan dalam mendukung mekanisme peminjaman dana untuk meminimalkan masalah keagenan yang timbul, seperti ditetapkannya standar jaminan serta tingkat keuntungan yang memadai dalam peminjaman dana.
2. Diharapkan peneliti selanjutnya menggunakan data yang cangkupannya lebih luas, sehingga hasil penelitian dapat digeneralisasikan.
3. Peneliti selanjutnya diharapkan untuk menggunakan alat uji lain, sehingga hasilnya dapat dibandingkan dengan hasil penelitian sebelumnya.

DAFTAR PUSTAKA

- Algifari. 2000. *Analisis Regresi Teori, Kasus, Dan Solusi*. Edisi 2. BPFE-Yogyakarta
- Augustinus Setiawan S., Dr. Fauziah Md Taib , dan Dr. Suhaimi Shahnon. 2002. "The Determinants of Corporate Debt in Indonesian Public Listed Companies". *Journal Ekonomi dan Bisnis*. Dian Ekonomi. Vol VIII No. 1. pp. 17-35.
- _____. 2004. *An Empirical Analysis of Debt-Equity Choice in Indonesian Companies*. Desertation University Sains Malaysia (tidak dipublikasikan).
- Banerjee S, Hesmati A., and Wihlborg C. 1999. "The Dynamic of Capital Structure". *SSE/EFI Working Paper Series in Economics and Finance* 333. pp.1-22.
- Berger A.N., and DeYoung R. 1997. "Problem Loans and Cost Efficiency in Commercial Banks". *Journal of Banking and Finance* 21. pp. 849 – 870.
- Bevan, Alan A. and Jo Danbolt. 2000. "Dynamics in The Determinants of Capital Structure in The UK". *Department of Accounting and Finance University of Glasgow Working Paper Series*.
- Bradley M., Jarrell G. A., and Kim E.H. 1984. "On The Existence of An Optimal Capital Structure: Theory and Evidence". *Journal of Finance* 39. pp. 857-878.
- Brailsford, Timothy J., Barry R. Oliver and Sandra L. H. Pua. 1999. "Theory and Evidence on The Relationship Between Ownership Structure and Capital Structure". *Department of Commerce, Australian National University Paper*. pp.1-34.
- Brealey, and Myers. 2000. *Principles of Corporate Finance*. Edisi 6. Irwin McGraw-Hill.
- Brigham E.F. 1992. *Fundamental of Financial Management*. The Dryden Press - International Edition.
- _____, and Phillip R. Daves. 2002. *Intermediate Financial Management*. Edisi 7. Thomson Learning Inc.

UPT-PUSTAK-UNDIP

- Chen, Linda H., Robert Lensink, and Elmer Sterken. 1998. "The Determinants of Capital Structure: Evidence from Dutch Panel Data". *Working Paper University of Groningen*, pp.1-32.
- Chung, Kee H., and Stephen W. Pruitt. 1994. "A Simple Approximation of Tobin's q ". *Journal of Financial Management*. Vol. 3. No. 3. pp. 70 - 74.
- Damodaran A. 1997. *Corporate Finance Theory and Practice*. John Wiley & Sons.
- De Jong A. 1999. "An Empirical Analysis of Capital Structure Decisions in Dutch Firms". *Pd.D. Dissertation. Tilburg University*.
- Dwidjowijoto R.N. 1998. *Indonesia 2020: Sebuah sketsa tentang visi & strategi dalam kepemimpinan manajemen politik & ekonomi*. RBI Research.
- Glen J., and Pinto B. 1994. "Debt or equity? How Firms in Developing Countries Choose". *Discussion Paper International Finance Corporation*. pp.1-65.
- Gujarati D. N. 2003. *Basic Econometrics*. 4th Ed. McGraw-Hill International Edition.
- Harris M.A., and Raviv A. 1991. "The Theory of Capital Structure". *Journal of Finance* 46-1. pp. 297 - 355.
- Husnan S. 2001. *Indonesia in Corporate Governance and Finance in East Asia: A study of Indonesia, Republic of Korea, Malaysia, Philippines, and Thailand*. Vol. 2, edited by: Zhuang J., David Edwards and Viginita A. Capulong, Asian Development Bank.
- Hendrikson, Eldon S, dan Michael F. Van Breda. 2000. *Teori Akunting*. Edisi 5. Interaksara.
- Homaifar, G., Joachim Zietz and Omar Benkato. 1994. "An Empirical Model of Capital Structure: Some New Evidence". *Journal of Business Finance & Accounting* 21-1. pp. 1-14.
- Imam Ghozali. 2001. *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program SPSS*. 2nd Ed. Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Indonesian Capital Market Directory. 1999 - 2002. *Institute for Economic and Financial Research*.
- Jensen M.C., and Meckling W.H. 1976. "Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure". *Journal of Financial Economics* 3-4. pp. 305-360.

- _____. 1986. "Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers". *American Economic Review*. pp. 323-329.
- JSX Watch. 2002. 4th Ed. *Bisnis Indonesia*.
- Kester W. Carl. 1986. "Capital and Ownership Structure: A Comparison of United States and Japanese Manufacturing Corporations". *Financial Management*. pp. 5-16.
- Kim S.J., and Mark R.S. 1999. "Corporate Leverage, Bankruptcy, and Output Adjustment in Post-crisis East Asia". *IMF Working Paper*. pp. 1- 29.
- Kwik Kian Gie. 1999. *Saya Bermimpi Jadi Konglomerat*. Gramedia Pustaka Utama.
- La Porta R., De-Silanes F. L., Shleifer A. 1998. "Law and Finance". *Journal of Political Economy* 106 – 6. pp. 1113-1155.
- Lee J. W, Lee Y. S, and Lee D. S. 1999. "The Determination of Corporate Debt in Korea". *Harvard University Development Discussion Papers*. pp. 1 – 36.
- Meggison, William L. 1997. *Corporate Finance Theory*. Addison-Wesley Educational Publishers Inc.
- Miller, Merton. 1977. "Debt and Taxes". *Journal of Finance*. 32- 2. pp. 261 – 275.
- Modigliani, Franco and Merton Miller. 1958. "The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment". *The American Economic Review* 47-3. pp. 261-297.
- _____. 1963 . "Corporate Income Taxes and The Cost of Capital: A Correction". *The American Economic Review*.
- Myers, Stewart C. 1977. "Determinants of Corporate Borrowing". *Journal of Financial Economics*. Vol. 5. pp.147-175.
- _____. 1984. "The Capital Structure Puzzle". *The Journal of Finance* 39-3. pp. 575-592.
- _____. , and Majluf N.S. 1984. "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investor Do Not Have". *Journal of Financial Economics*, Vol. 13. pp. 187 – 221.

- Pandey, I. M. 2003. "Capital Structure and Market Power Interaction: Evidence from Malaysia, in Zamri Ahmad, Ruhani Ali, Subramaniam Pillay". *Proceedings for the fourth annual Malaysian Finance Association Symposium 31st May-1st June 2002*. Penang, Malaysia.
- Putu Anom Mahadwartha, dan Jogiyanto Hartono. 2002. "Uji Teori Keagenan Dalam Hubungan Interdependensi Antara Kebijakan Hutang dengan Kebijakan Deviden". *Simposium Nasional Akuntansi 5*. pp. 635 – 647.
- Rajan, Raghuram G., and Luigi Zingales. 1995. "What Do We Know About Capital Structure? Some Evidence from International Data". *Journal of Finance* 5. pp. 1421-1460.
- Santoso, Singgih. 2001. *SPSS Versi 10 Mengolah Data Statistik Secara Profesional*. PT. Elex Media Komputindo.
- Sartono, Agus. 1998. *Manajemen Keuangan*. Edisi 3. BPFE.
- . 2001. "Long-term Financing Decisions: Views and Practices of Financial Managers of Listed Public Firms in Indonesia". *International Journal of Business*. Gadjah Mada University 3-1. pp. 35-44.
- Shuetrim G., Lowe P., and Morling S. 1993. "The Determinants of Corporate Leverage: A panel Data Analysis". *Research Discussion Paper Reserve Bank of Australia*. pp. 1 – 52.
- Smith C.W., and Warner J.B. 1979. "On Financial Contracting, An Analysis of Bond Covenants". *Journal of Financial Economics*. Vol. 7. pp. 117 – 161.
- Titman, Sheridan, and Roberto Wessels. 1988. "The Determinants of Capital Structure Choice". *Journal of Finance*. pp. 1-19.
- Wald J.K. 1999. "How Firm Characteristic Affect Capital Structure: An International Comparison". *Journal of Financial Research* 22-2. pp. 161 – 187.
- Zyblock M. 1997. "Corporate Financial Leverage: A Canada – U.S. Comparisons. 1961 – 1996". *Analytical Studies Branch – Research Paper Series, Statistic Canada*. No. 11F0019MPE No. 111.